



# DIPLOMARBEIT

Titel der Diplomarbeit

Die Entwicklung der Managereinkommen in den USA

Verfasser

Sergiu-Mihai Cupas

angestrebter akademischer Grad

Magister der Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

(Mag. rer. soc. oec.)

Wien, im August 2012

Studienkennzahl lt. Studienblatt:

A140

Studienrichtung lt. Studienblatt:

Diplomstudium Volkswirtschaftslehre

Betreuer:

emer. O. Univ.-Prof. Dr. Dennis C. Mueller

An dieser Stelle möchte ich mich bedanken bei

.....meinen Eltern, die mir das Studium ermöglicht haben,

.....meinem Betreuer Prof. Dr. Mueller und allen Professoren und Professorinnen,  
bei denen ich Lehrveranstaltungen absolviert habe,

sowie bei

.....meinen Freunden und Studienkollegen, die mir während des Studiums zur Seite  
gestanden haben.

---

# EIDESSTATTLICHE ERKLÄRUNG

---

Ich erkläre hiermit an Eides statt, dass ich die vorliegende Arbeit selbständig und ohne Benutzung anderer als der angegebenen Hilfsmittel angefertigt habe. Die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher in gleicher oder ähnlicher Form keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

Wien, am \_\_\_\_\_

Unterschrift:

---

(Sergiu-Mihai CUPAS)

## **Abstract**

Über die Managereinkommen in den USA wurde in den letzten Jahrzehnten viel debattiert und geschrieben. Verschiedene Umstände trugen dazu bei. Diese waren der starke Anstieg der Einkommen, unerwartete Einnahmen während der 1990er und die vermutete Verbindung hoher CEO-Einkommen mit Entlassungen (vgl. Murphy, 1999, S. 1). Betreffend die Finanzkrise von 2008 wurden Tarifverträge bei Banken als Auslöser der Krise gesehen (vgl. Conyon, 2012, S. 390).

Die zwei Haupttheorien zu Erklärung der Managereinkommen sind die „Arm's-Length Bargaining“ und „Managerial Power“-Ansätze. Der erste Ansatz sieht die Tarifverträge als effizientes Ergebnis unabhängiger Verhandlungen, im Zweiten wird angenommen, dass Manager übermäßige Macht und Einfluss bei Tarifverhandlungen haben (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 2f). Die Empirie unterstützt beide Sichtweisen und es kann noch nicht beurteilt werden, welche Theorie die Realität besser beschreibt (vgl. Conyon, 2012, S. 383).

In Hinsicht auf Managereinkommen und Firmengröße haben Forscher darauf hingedeutet, dass es eine positive Verbindung gibt (vgl. Hallock, 2011, S. 1). Dies wurde in dieser Arbeit anhand eines Datensatzes überprüft und es zeigte sich auch hier, dass Variablen, die Firmengröße angeben einen positiver Einfluss auf die Managereinkommen haben.

# Inhaltsverzeichnis

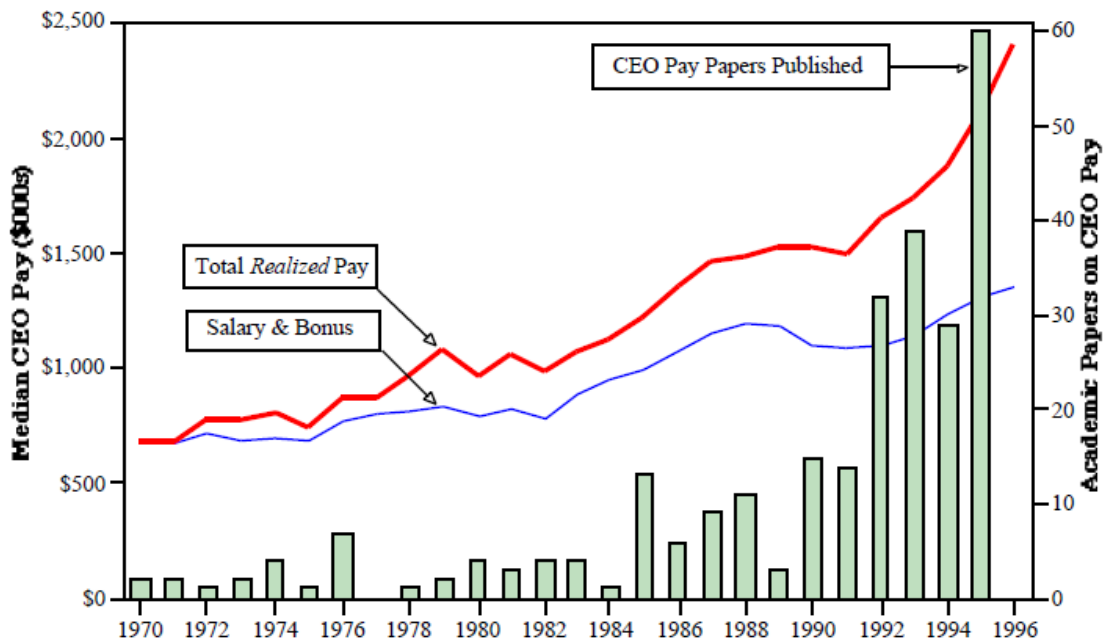
<b>1</b>	<b>Einleitung.....</b>	<b>7</b>
<b>2</b>	<b>Theoretischer Teil .....</b>	<b>10</b>
<b>2.1</b>	<b>Die Entwicklung der Einkommen.....</b>	<b>10</b>
<b>2.2</b>	<b>Die Komponenten der Vorstandsvorsitzenden-Einkommen .....</b>	<b>17</b>
2.2.1	Das Grundgehalt.....	17
2.2.2	Jährliche Bonusvereinbarungen.....	17
2.2.3	Aktienoptionen .....	18
2.2.4	Restricted Stock (gebundene Aktien).....	18
2.2.5	Long-Term Incentive Plans (LTIPs).....	18
2.2.6	Pensionspläne .....	19
<b>2.3</b>	<b>Der „Arm’s-Length Bargaining“-Ansatz .....</b>	<b>19</b>
2.3.1	Das Agency-Verhältnis .....	19
2.3.2	Der Aufsichtsrat.....	20
2.3.3	Die Vergütungsverträge .....	21
2.3.4	Der Markt für Management-Dienstleistungen.....	22
<b>2.4</b>	<b>Die „Managerial Power“-Perspektive .....</b>	<b>24</b>
2.4.1	Der Vorstandsvorsitzende und die Spitzenmanager .....	25
2.4.2	Öffentliche Reaktionen und Beschränkungen.....	25
2.4.3	Verschleierung .....	26
2.4.4	Verschleierung, Entrüstung und die Medien .....	28
2.4.5	Vergütungsberater .....	29
2.4.6	Ratcheting .....	30
2.4.7	Managerial Power und die 1990er-Jahre .....	30
<b>2.5</b>	<b>Alternative Erklärungen für ineffiziente Verträge.....</b>	<b>33</b>
2.5.1	Normen und Konventionen.....	33
2.5.2	Fehler und Fehleinschätzungen .....	34
<b>2.6</b>	<b>„Arm’s-Length Bargaining“ versus „Managerial Power“ .....</b>	<b>36</b>
2.6.1	Aufsichtsräte .....	36
2.6.2	Vergütungsberater .....	37
2.6.3	Vergünstigungen .....	37
<b>2.7</b>	<b>Murphys „Perceived-Cost“-Ansatz .....</b>	<b>38</b>
2.7.1	Annahme 1: Undiversifizierte Beschäftigte fassen Optionsscheine als wenig wertvoll auf.....	39

2.7.2	Annahme 2: Firmen sehen Aktienoptionen als günstigen Weg, Mitarbeiter zu bezahlen.....	39
2.7.3	Implikationen .....	42
2.7.4	Lösungen .....	47
<b>3</b>	<b>Finanzkrise.....</b>	<b>47</b>
3.1	Dodd-Frank Act 2010 .....	48
3.2	Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) 2011 .....	49
<b>4</b>	<b>Empirische Analyse .....</b>	<b>50</b>
4.1	Der Datensatz .....	50
4.2	Zusammenfassende Statistiken.....	52
4.3	Modellspezifikation und Erwartungen .....	55
4.4	Ergebnisse Querschnittsregressionen 2000 – 2008 und gesamter Zeitraum .....	59
<b>5</b>	<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>64</b>
<b>6</b>	<b>Verzeichnisse .....</b>	<b>67</b>
6.1	Literaturverzeichnis .....	67
6.2	Abbildungsverzeichnis .....	71
6.3	Tabellenverzeichnis.....	71
6.4	Summary in English.....	72
6.5	Lebenslauf .....	73

# 1 Einleitung

In der Geschichte moderner Unternehmen gibt es nur wenige Angelegenheiten, die so viel Aufmerksamkeit erlangt haben wie die Managereinkommen in den USA. Das Thema wurde im Kongress und in Fernsehsendungen debattiert und gelangte auf Titelseiten von Zeitungen und Zeitschriften (vgl. Murphy, 1999, S. 1).

Mehrere Faktoren, die miteinander verknüpft sind, haben zu diesem gesteigerten Interesse beigetragen. Erstens, die unumstrittene Eskalation der CEO-Einkommen (Chief Executive Officer, Vorstandsvorsitzende/-r): die blaue Kurve in Abbildung 1 zeigt die medianen Bareinkommen, die rote Kurve zeigt die Mediane der realisierten Gesamteinkommen der Vorstandsvorsitzenden der S&P 500 (Aktienindex, der die Aktien der 500 größten börsennotierten US-amerikanischen Firmen umfasst, nach der Marktkapitalisierung gewichtet, siehe [http://de.wikipedia.org/wiki/S%26P\\_500](http://de.wikipedia.org/wiki/S%26P_500)) zwischen 1970 und 1996, in konstantem US-Dollar von 1996. Die Bareinkommen beinhalten Gehälter, Bonuszahlungen und sonstige Barvergütungen. Die Gesamteinkommen beinhalten Bareinkommen, gebundene Aktien (restricted stock), Auszahlungen aus langfristigen Programmen und Einnahmen aus der Ausübung von Optionsscheinen (vgl. Murphy, 1999, S. 76).



Note: Sample is based on all CEOs included in the S&P 500. Compensation data, in 1996-constant dollars, are extracted from the Annual Compensation Surveys published by *Forbes* each May from 1971 through 1992; later data from Compustat's ExecuComp Database. Cash pay includes salaries, bonuses, and small amounts of other cash compensation; total realized pay includes cash pay, restricted stock, payouts from long-term pay programs, and the amounts realized from exercising stock options during the year. (Total pay prior to 1978 excludes option gains.) The number of academic papers on CEO pay was computed by Kevin Hallock and reported in Hallock and Murphy (1999).

Abbildung 1: mediane Bareinkommen und mediane realisierte Gesamteinkommen der Vorstandsvorsitzenden der S&P 500; Anzahl wissenschaftlicher Publikationen, (vgl. Murphy, 1999, S. 76)

Die medianen Bareinkommen (Grundgehalt und Bonuszahlungen) der Vorstandsvorsitzenden der S&P 500 haben sich zwischen 1970 und 1996 mehr als verdoppelt (in konstantem 1996-US-Dollar), und die medianen realisierten Gesamtvergütungen (einschließlich Gewinne aus der Ausübung von Optionsscheinen) haben sich in diesem Zeitraum nahezu vervierfacht (siehe Abbildung 1; vergleiche Murphy, 1999, S. 1).

Zweitens, gab es die populistischen Angriffe auf den Reichtum, die dem so genannten „Exzess der 1980er“ folgten, die mit der Auffassung verbunden waren, dass hohe CEO-Einkommen gekoppelt sind mit Entlassungen, Werksschließungen und Stellenabbau (vgl. Murphy, 1999, S. 1).

Drittens war der Bullenmarkt der 1990er-Jahre, der unerwartete Einnahmen jenen CEOs einbrachte, deren Einkommen mit der Aktienkursentwicklung verknüpft waren (vgl. Murphy, 1999, S. 1).



Die Balken in Abbildung 1 zeigen die Anzahl akademischer Publikationen zum Thema Einkommen der Vorstandsvorsitzenden zwischen 1970 und 1996. In diesem Bereich stieg die Zahl der Publikationen zum Thema Managereinkommen von ein-  
zwei Abhandlungen vor dem Jahre 1985 auf 60 Abhandlungen im Jahre 1995 und übertraf somit den Anstieg der Managereinkommen (siehe Abbildung 1; vgl. Murphy, 1999, S. 1, S. 76).

Die zu Grunde liegende Prämisse für Finanzökonomien bei der Untersuchung der Managereinkommen war der „Arm’s-Length Bargaining“-Ansatz (auch „Optimal Contracting“-Ansatz genannt), wo angenommen wurde, dass die erzielten Managereinkommen das Ergebnis effizienter Verhandlungen zwischen Aufsichtsräten und Managern waren. Diese Annahmen bilden auch die Grundlage für das Gesellschaftsrecht in diesem Bereich. (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 2f).

Auch wenn gegen Ende des Jahres 2001 eine Reihe von Skandalen das Vertrauen in Aktiengesellschaften und in den Vergütungspraktiken der Aufsichtsräte erschütterte, gab es Verfechter der Annahmen, die möglichen Missstände seien übertrieben, auf eine kleine Anzahl von Firmen beschränkt oder das Ergebnis von Fehleinschätzungen oder unbeabsichtigter Fehler (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, Vorwort, ix, Einleitung, S. 1).

In letzter Zeit wird jedoch verstärkt der „Managerial Power“-Ansatz zur Erklärung der Managereinkommen herangezogen. Dieser Ansatz beleuchtet andere Aspekte zur Erklärung der Managereinkommen, die davor als unerklärt galten oder nicht in Betracht gezogen wurden (vgl. Bebchuk, Fried, 2004, S. 2). Dabei wird die Annahme getroffen, dass Aufsichtsräte nicht immer im Sinne der Aktionäre gehandelt haben und dass Manager bei der Ausgestaltung ihrer Vergütungsverträge einen wesentlichen Einfluss haben und diese zu ihren Gunsten ausgelegt wurden. Es wird angenommen, dass Aufsichtsräte verschiedene Gründe haben, Vergütungsvereinbarungen zuzustimmen, die für Manager von Vorteil sind. (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 4).

Ziel dieser Arbeit ist, die Entwicklung der Managereinkommen in den USA darzustellen und die „Arm’s-Length Bargaining“- und „Managerial Power“-Ansätze

sowie die „Perceived-Cost View“ zur Erklärung der Einkommen zu erleuchten. Weiters soll anhand eines Standard & Poor's Compustat ExecuComp-Datensatzes die Hypothese überprüft werden, dass Firmengröße bei der Erklärung der Managereinkommen ausschlaggebend ist und festgestellt werden, in wie weit einige persönliche Charakteristiken der CEOs dabei eine Rolle spielen.

## **2 Theoretischer Teil**

### **2.1 Die Entwicklung der Einkommen**

Frydman & Saks analysierten Langzeit-Trends der Managervergütung in den USA zwischen 1936 und 2005 (Frydman und Saks, 2010, S. 2099). Sie verwendeten dabei einen Datensatz, der Einkommensdaten leitender Angestellter der fünfzig größten Firmen in den Jahren 1940, 1960 und 1990 enthält. Für das Jahr 1940 wurden die Firmen nach ihrem Marktwert gereiht, für 1960 und 1990 wurde die Firmengröße durch den Wert ihrer Verkäufe gemessen (Frydman und Saks, 2010, S. 2132, Appendix A.1.1).

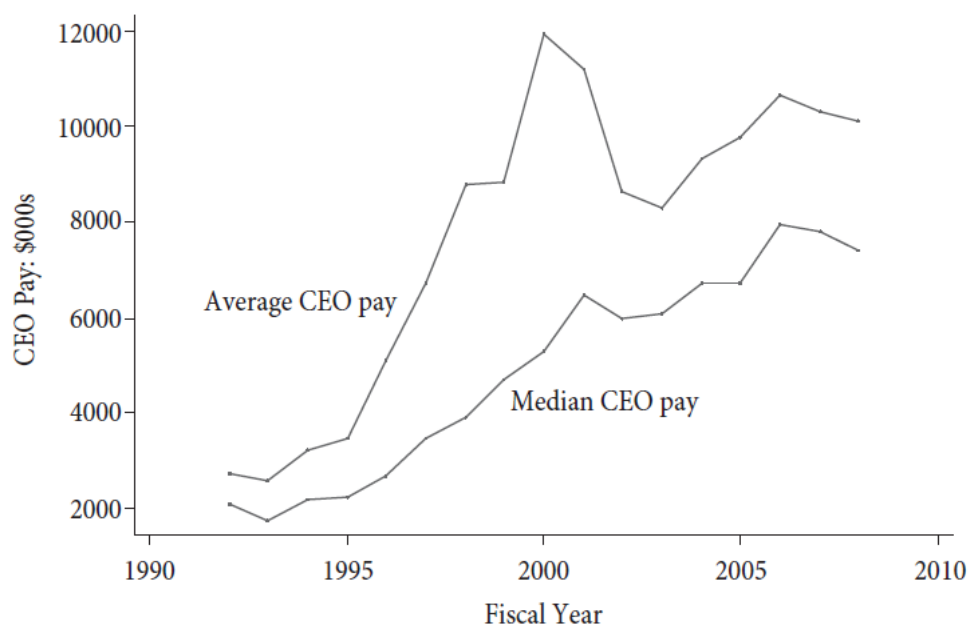
Sie schlussfolgerten, dass es zwischen 1936 und 2005 wichtige Veränderungen gab, sowohl in der Höhe, als auch in der Zusammensetzung der Managereinkommen. Der Realwert der Gesamtvergütung folgte einem J-förmigen Muster. Nach einem scharfen Rückgang während des Zweiten Weltkrieges stiegen die Einkommenshöhen langsam von Mitte der 1940er bis Mitte der 1970er-Jahre, und stiegen dann mit wachsender Rate seit den 1970ern (vgl. Frydman und Saks, 2010, S. 2131).

Auch die Zusammensetzung der Einkommen hatte sich beträchtlich geändert seit den 1950ern, da der Anteil von Aktienoptionen und anderer Formen der Anreizvergütung an der Gesamtvergütung mit der Zeit gestiegen war (vgl. Frydman, Saks, 2010, S. 2131)

Insgesamt könne man die Zeit nach dem Zweiten Weltkrieg in zwei Perioden einteilen. Für die Zeit vor den 1970ern beobachteten sie niedrige Einkommenslevels,

geringe Dispersion unter den Managern, eine schwache Korrelation zwischen Einkommen und Firmengröße und ein geringes Ausmaß an Anreizen für Manager. Seit den 1970ern seien Gehälter und Anreizvergütungen dramatisch gestiegen, Einkommensunterschiede zwischen Managern hätten sich vergrößert, die Korrelation zwischen Einkommen und Firmengröße scheine sich vergrößert zu haben und die Anreize für Manager wären stärker geworden (vgl. Frydman, Saks, 2010, S. 2131).

Wie schon oben erwähnt, haben sich die medianen Bareinkommen der S&P 500-CEOs zwischen 1970 und 1996 mehr als verdoppelt, und die medianen realisierten Gesamtvergütungen haben sich in diesem Zeitraum nahezu vervierfacht (siehe Abbildung 1; vergleiche Murphy, 1999, S. 1).



**Figure 13.1. CEO Pay in S&P 500 Firms between 1992 and 2008**

Notes: The data source – Standard & Poor’s ExecuComp Database. Total CEO compensation is measured as salary, bonus, long-term incentive payouts, the value of stock options granted during the year (valued on the date of the grant using the Black-Scholes method), and other cash payments (including signing bonuses, benefits, tax reimbursements, and above-market earnings on restricted stocks). ExecuComp data item TDC1 is used.

Abbildung 2: mediane und mittlere Einkommen der Vorstandsvorsitzenden der S&P 500 zwischen 1992 und 2008 (vgl. Martin J. Conyon, 2012, S. 378)

Abbildung 2 zeigt die mittleren und die medianen Einkommen der CEOs der S&P 500 zwischen 1992 und 2008. Die Tatsache, dass die Mediane unter den mittleren Einkommen liegen, deutet auf eine wichtige Charakteristik der Einkommensverteilung der CEOs. Die Verteilung ist positiv schief und hat eine lange Verjüngung auf der rechten Seite, was bedeutet, dass die meisten CEOs relativ wenig verdienen und dass Wenige auf der rechten Seite der Verteilung übermäßig großzügig entlohnt werden (vgl. Martin J. Conyon, 2012, S. 377).

Man sieht, dass die Einkommen über die Zeit beträchtlich gestiegen sind.

Die medianen Einkommen sind im betrachteten Zeitraum auf das Dreifache gestiegen. Die mittleren Einkommen fielen ab dem Jahr 2000, bedingt durch einen Rückgang der Märkte und den „Dot-com-Crash“. Danach stiegen die Einkommen wieder. Ein wichtiger Grund dafür war die Bereitschaft der Unternehmen, Aktienoptionen als Teil der Vergütungen zu gewähren (vgl. Conyon, 2012, S. 377).

<i>Year</i>	<i>CEO</i>			<i>Top five executives</i>		
	<i>S&amp;P500</i>	<i>MidCap400</i>	<i>SmallCap600</i>	<i>S&amp;P500</i>	<i>MidCap400</i>	<i>SmallCap600</i>
	<i>(\$M)</i>	<i>(\$M)</i>	<i>(\$M)</i>	<i>(\$M)</i>	<i>(\$M)</i>	<i>(\$M)</i>
1993	3.7	2.2	1.3	9.5	5.8	3.2
1994	4.4	2.6	1.6	10.7	6.4	3.9
1995	4.8	2.9	1.5	11.9	6.8	4.0
1996	7.0	3.3	1.9	15.8	8.1	5.0
1997	9.1	4.2	2.2	20.0	9.9	5.4
1998	10.7	4.6	2.4	23.7	10.4	5.6
1999	12.7	5.1	2.3	28.3	11.4	5.7
2000	17.4	5.1	2.5	36.6	12.1	5.9
2001	14.3	4.7	2.6	31.9	10.6	5.7
2002	10.3	4.7	2.2	23.5	10.3	5.2
2003	9.1	4.0	2.0	21.4	9.4	4.7

Tabelle 1: mittlere Einkommen der Vorstandsvorsitzenden und der höchsten fünf Angestellten in Millionen 2002-US-Dollar (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 3).

Tabelle 1 zeigt die mittleren Einkommen der Vorstandsvorsitzenden und der höchsten fünf Angestellten zwischen 1993 und 2003, unterteilt nach Unternehmensgröße. Die Einkommen sind definiert als die Summe aus Gehälter, Bonuszahlungen, Wert gebundener Aktien (restricted stock), Wert der Aktienoptionen (nach Black-Scholes), Auszahlungen aus langfristigen Anreizprogrammen und sonstigen Einkommen. (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 3).

Unter den S&P 500-Firmen stiegen die Einkommen der CEOs von \$ 3,7 Millionen im Jahre 1993 auf \$ 9,1 Millionen in 2003, was einem Anstieg von 146 % gleich kommt. Die mittleren Einkommen der höchsten fünf Angestellten der S&P 500-Firmen stiegen im beobachteten Zeitraum von \$ 9,5 Millionen auf \$ 21,4 Millionen, was einen Anstieg von 125 % darstellt. Obwohl auch für Vorstandsvorsitzende und die höchsten fünf Angestellten der Mid- und Smallcap-Unternehmen ähnliche Aufwärtstrends zu beobachten waren, war das Ausmaß des Anstiegs für S&P 500-Firmen etwas größer als in den anderen Unternehmen. Innerhalb der Gruppen war das Ausmaß des Anstiegs für Vorstandsvorsitzende größer als für die höchsten fünf Angestellten (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 2f).

<i>CEO</i>				<i>New</i>	<i>Non New</i>
<i>Year</i>	<i>S&amp;P500</i>	<i>MidCap400</i>	<i>SmallCap600</i>	<i>Economy</i>	<i>Economy</i>
1993	41%	46%	47%	58%	42%
1994	48%	53%	53%	63%	49%
1995	49%	48%	48%	72%	44%
1996	56%	55%	52%	76%	51%
1997	63%	60%	55%	77%	58%
1998	70%	66%	61%	86%	63%
1999	71%	70%	56%	87%	63%
2000	78%	67%	57%	92%	66%
2001	76%	66%	58%	86%	66%
2002	67%	59%	53%	83%	59%
2003	59%	54%	44%	76%	53%

Tabelle 2: aktienbasierte Einkommensanteile als Prozentsatz des Gesamteinkommens für CEOs (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 11)

Tabelle 2 zeigt die Anteile aktienbasierten Einkommens am Gesamteinkommen der Vorstandsvorsitzenden. Als aktienbasierte Einkommen werden der Black-Scholes-Wert gebundener Aktien (restricted stock) und Aktienoptionen definiert (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 11).

Die CEOs der S&P 500 hatten im Jahre 1993 einen aktienbasierten Einkommensanteil von 41%, 2003 lag er bei 59%. Für CEOs der MidCap400-Firmen stieg dieser Einkommensanteil zwischen 1993 und 2003 von 46% auf 54% (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 11).

### *Top Five Executives*

<i>Year</i>	<i>S&amp;P500</i>	<i>MidCap400</i>	<i>SmallCap600</i>	<i>New Economy</i>	<i>Non New Economy</i>
1993	37%	41%	34%	50%	36%
1994	42%	45%	43%	57%	41%
1995	42%	42%	40%	62%	38%
1996	50%	49%	46%	69%	45%
1997	57%	54%	49%	72%	52%
1998	63%	58%	52%	80%	55%
1999	65%	63%	50%	82%	58%
2000	72%	63%	50%	87%	60%
2001	72%	60%	52%	83%	63%
2002	62%	54%	48%	77%	54%
2003	55%	51%	41%	69%	50%

Tabelle 3: aktienbasierte Einkommensanteile als Prozentsatz des Gesamteinkommens der höchsten fünf Angestellten (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 11)

Das aktienbasierte Einkommen der höchsten fünf Angestellten der S&P 500-Firmen lag 1993 bei 37% des Gesamteinkommens, 2003 waren es 55%. Unter den MidCap400- und den SmallCap600-Firmen stieg das aktienbasierte Einkommen der höchsten Fünf Angestellten von jeweils 41% und 34% im Jahre 1993 auf 51% und 41% im Jahre 2003 (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 10).

Sowohl für CEOs als auch für die höchsten fünf Angestellten von „New Economy“-Firmen war der Anteil aktienbasierten Einkommens am Gesamteinkommen während des Beobachtungszeitraums durchwegs höher als in anderen Firmen („Non New Economy“). Für CEOs der „New Economy“-Firmen stieg er von 58% auf 76%, für die höchsten fünf Angestellten kletterte er von 50% im Jahre 1993 auf 69% im Jahre 2003. Dennoch stieg er auch in anderen Firmen von 42% auf 53% für die CEOs, und von 36% auf 50% für die höchsten fünf (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 10).

Wie bei den Gesamteinkommen gilt auch hier sowohl für CEOs als auch für die höchsten fünf Angestellten aller Firmen, dass die aktienbasierten Einkommensanteile in den Jahren 2000 und 2001 ihre Höhepunkte erreichten und daraufhin sanken. Dennoch blieben diese Einkommensanteile im Jahre 2003 höher als sie zehn Jahre zuvor waren (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 10).

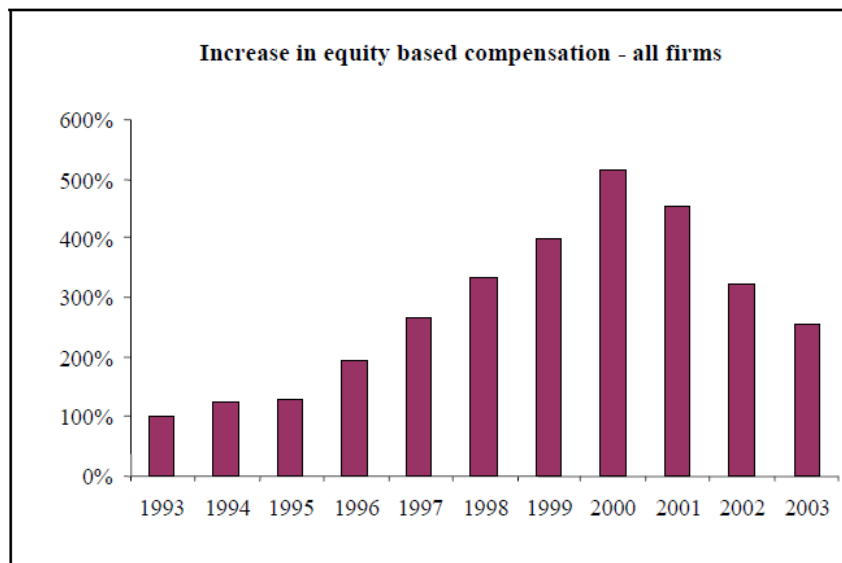


Abbildung 3: relativer Anstieg aktienbasierten Einkommens (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 12)

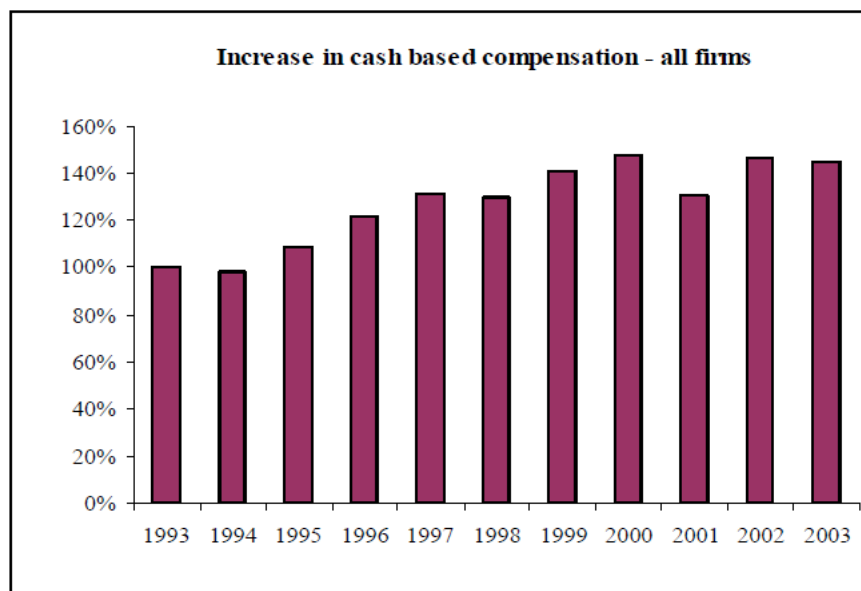
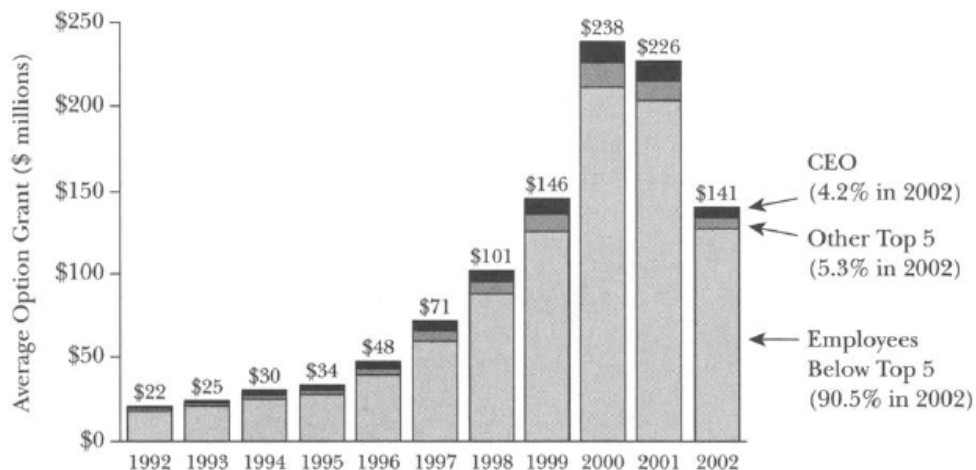


Abbildung 4: relativer Anstieg der Bareinkommen (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 12)

Abbildung 3 zeigt den relativen Anstieg des aktienbasierten Einkommens, Abbildung 4 zeigt den Anstieg der Bareinkommen in allen Firmen (S&P 1500) in Bezug auf das Jahr 1993. Bis zum Jahr 2003 erhöhten sich die aktienbasierten Einkommensanteile auf nahezu das Dreifache. Da aber auch die Bareinkommen zwischen 1993 und 2003 um fast 40% stiegen, ist kein Substitutionseffekt zu erkennen (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 12).



*Notes:* Figure shows the grant-date value of options (in millions of 2002-constant dollars) granted to all employees in an average S&P 500 firm, based on data from S&P's ExecuComp data. Grants below the top 5 are estimated based on "Percentage of Total Grant" disclosures; companies not granting options to any of their top five executives are excluded. Grant-values are based on ExecuComp's Black-Scholes calculations. The number in parentheses indicates the fraction of the grant, on average, that is awarded to the indicated employee (or employee group). Fiscal 2002 results are based on the April 2003 "cut" of ExecuComp, which includes only companies with fiscal closings in December 2002 or earlier.

Abbildung 5: Wert der an Beschäftigte vergebenen Aktienoptionen (Hall und Murphy, 2003, S. 51)

Abbildung 5 zeigt die Werte der Aktienoptionen, den eine durchschnittliche S&P 500-Firma an alle Beschäftigten in den Jahren 1992 bis 2002 vergab, bewertet am Tag der Vergabe und in konstantem 2002-US-Dollar. In diesen zehn Jahren stieg der Wert der Optionen von durchschnittlich \$ 22 Millionen pro Firma im Jahre 1992 auf \$ 238 Millionen im Jahre 2000, um daraufhin auf \$ 141 Millionen im Jahr 2002 zu sinken (Hall und Murphy, 2003, S. 51).

Der Anteil der CEOs am Gesamtwert fiel von etwa 7% zu Mitte der 1990er auf unter 5% von 2000 bis 2002. 1992 erhielt ein CEO der S&P 500 Aktienoptionen im Wert von durchschnittlich \$ 800.000,-. Bis 2000 stieg der Wert auf nahezu \$ 7,2 Millionen. Der Anteil der restlichen Beschäftigten stieg dagegen von weniger als 85% zu Mitte der 1990er auf über 90% bis 2002 (siehe Abbildung 5; vgl. Hall und Murphy, 2003, S. 51).

Das Verhältnis des Einkommens eines Vorstandsvorsitzenden einer großen US-amerikanischen Firma zum Einkommen eines Durchschnittsangestellten betrug im Jahre 1991 140:1. Bis zum Jahr 2003 stieg dieses Verhältnis auf 500:1 (vgl. Revell, Fortune, 31.3.2003, S.34).



## 2.2 Die Komponenten der Vorstandsvorsitzenden-Einkommen

### 2.2.1 Das Grundgehalt

Die Grundgehälter der Vorstandsvorsitzenden werden typischerweise durch Wettbewerbs-Benchmarking festgelegt, hauptsächlich basierend auf generellen Gehaltsübersichten der betreffenden Branche, und werden ergänzt durch detaillierte Analysen ausgewählter Vergleichsunternehmen aus dem gleichen Markt oder Branche. Die Gehaltsübersichten werden auf die Firmengröße abgestimmt, wobei die Größe durch Firmeneinnahmen oder Marktkapitalisierung gemessen wird (vgl. Murphy, 1999, S. 9).

### 2.2.2 Jährliche Bonusvereinbarungen

Die Bonusvereinbarungen werden durch drei Grundkomponenten kategorisiert: die Leistungsindikatoren, die Leistungsstandards und die Struktur des Lohn-Leistungsverhältnisses (vgl. Murphy, 1999, S. 10).

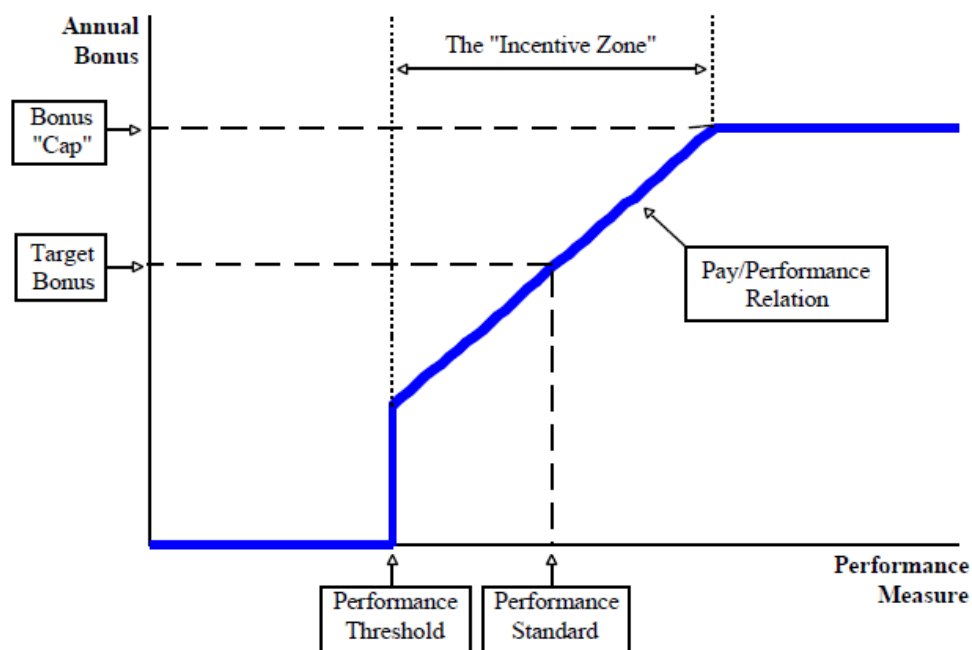


Abbildung 6: Die typischen Komponenten eines jährlichen Anreizprogramms (Murphy, 1999, S. 80)

In einem typischen Anreizprogramm wird ein Bonus ausgezahlt, wenn bestimmte Leistungsschwellen erreicht werden. Die Leistungsschwellen werden als ein Prozentsatz des Leistungsstandards festgelegt. Ein Mindestbonus, ausgedrückt als

ein Bruchteil des Zielbonus, wird bei Erreichen der Leistungsschwelle vergeben. Zielboni werden bei Erreichen der Leistungsstandards ausbezahlt, und es gibt eine Bonusobergrenze, wiederum als Prozentsatz oder Vielfaches des Zielbonus ausgedrückt. Der Bereich zwischen der Leistungsschwelle und der Obergrenze wird als „Anreizzone“ bezeichnet, in dem Leistungsverbesserungen erhöhten Bonuszahlungen entsprechen (vgl. Murphy, 1999, S. 10f).

### **2.2.3 Aktienoptionen**

Aktienoptionen sind Verträge, die dem Empfänger das Kaufrecht auf Aktien zu einem vorher festgelegten Ausübungspreis über einen bestimmten Zeitraum geben. Diese sind nicht handelbar und sie verfallen, wenn der Manager vor der Restlaufzeit das Unternehmen verlässt. Die meisten Optionen werden zu Ausübungspreisen vergeben, die einem fairen Marktpreis zum Zeitpunkt der Vergabe entsprechen, und sie verfallen in den meisten Fällen nach zehn Jahren. (vgl. Murphy, 1999, S. 16).

### **2.2.4 Restricted Stock (gebundene Aktien)**

Diese Aktien sind in dem Sinne gebunden, dass sie unter bestimmten Umständen verfallen. Dies ermöglicht steuerliche und buchhalterische Begünstigungen, da die Manager keine Steuern bezahlen bis die Beschränkungen entfallen, und die Kosten zum Zeitpunkt der Zuteilung erfasst und über die Restlaufzeit amortisiert werden (vgl. Murphy, 1999, S. 23).

### **2.2.5 Long-Term Incentive Plans (LTIPs)**

Zusätzlich zu den jährlichen Bonusvereinbarungen bieten viele Unternehmen auch Long-Term Incentive Plans, also Programme zur Schaffung langfristiger Leistungsanreize, die auf dem gleitenden Durchschnitt kumulierter Drei- oder Fünfjahresleistungen basieren. Die Struktur der LTIPs ähnelt den jährlichen Bonusvereinbarungen (vgl. Murphy, 1999, S. 23).

### **2.2.6 Pensionspläne**

Zusätzlich zu den unternehmensweiten Rentenprogrammen beteiligen sich viele Führungskräfte an ergänzenden Pensionsplänen (engl. supplemental executive retirement plans, SERPs). Diese sind nicht für steuerliche Zwecke geeignet und nehmen verschieden Formen an. Sie basieren entweder auf festgelegten Verdiensten, wie angerechnete Dienstjahre, oder auf variablen Vergünstigungen wie Inflation oder Unternehmensleistung (vgl. Murphy, 1999, S. 23).

## **2.3 Der „Arm’s-Length Bargaining“-Ansatz**

Hier wird angenommen, dass Aufsichtsräte mit den CEOs Vergütungsverträge abschließen und dabei einzig und allein die Interessen der Aktionäre befolgen (Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 298).

Die vorherrschende Sichtweise der (Finanz)Ökonomen bei der Erklärung der Managereinkommen ist die, dass Tarifvereinbarungen das effiziente Ergebnis von unabhängigen Verhandlungen zwischen Managern und Aufsichtsräten sind. Dabei versuchen beide Seiten den bestmöglichen Abschluss zu erreichen – die Manager für sich selbst, die Aufsichtsräte für die Aktienbesitzer. Praktiken, die nicht als effizient angesehen werden können, wurden bisher als Ausnahmen, zeitliche Missstände oder Fehleinschätzungen erklärt, die, einmal erkannt, von den Aufsichtsräten beseitigt werden sollten (vgl. Bebchuk, Fried, 2004, S. 2).

### **2.3.1 Das Agency-Verhältnis**

Das Hauptaugenmerk dieser Theorien liegt auf US-amerikanischen Unternehmen ohne mehrheitlichen Eigentümer. Schon im Jahre 1932 zeigten Berle und Means in ihrer Studie „The Modern Corporation and Private Property“, dass die meisten Aktiengesellschaften in den USA im Streubesitz lagen. Es gibt also keinen kontrollierenden Eigentümer, die Mehrheit der Aktien befindet sich im Besitz vieler kleiner Anleger, woran sich bis heute nichts geändert hat (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 15).

Durch die Teilung von Besitz und Steuerung des Unternehmens ergibt sich ein Agency-Verhältnis, in dem die Manager als Agenten im Sinne der Aktionäre (Prinzipale) handeln sollen. Da nicht gewährleistet ist, dass die Handlungen der Manager mit den Interessen der Aktionäre übereinstimmen, kann es sein, dass nicht das beste Ergebnis erzielt wird. Dieser Umstand wird als Agency-Problem und die dabei entstandenen Kosten werden als Agency-Kosten bezeichnet (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 15f).

Das Agency-Problem kann eine Reihe von Managemententscheidungen betreffen. Zum Beispiel welche strategischen Entscheidungen zu treffen, wie viel Aufwand zu betreiben um Unternehmensziele zu erreichen, usw. (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 16).

Managereinkommen sind mit Unternehmenswachstum gemessen an den Verkäufen positiv korreliert (vgl. Murphy, 1985, Abstract). Die privaten Interessen der Manager können auch die Unternehmensgröße beeinflussen. Um über mehr Ressourcen zu verfügen um Machtbereiche aufzubauen und damit auch mehr privaten Nutzen abschöpfen zu können, kann es sein, dass sie Anschaffungen und Investitionen tätigen, die den Share-Holder-Value reduzieren (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 16).

### **2.3.2 Der Aufsichtsrat**

Das Agency-Problem soll durch die Aufsichts- und Kontrollfunktion des Aufsichtsrates beseitigt werden. Er soll in Ausübung seiner Tätigkeiten im Interesse des Unternehmens und der Aktionäre handeln. Vorschläge für strategische Entscheidungen seitens der Manager werden vom Aufsichtsrat in letzter Instanz überprüft und können abgelehnt werden (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 17).

Durch die Möglichkeit des Aufsichtsrates, einzugreifen, sollen Manager von Handlungen, die weder den Aktionären noch dem Unternehmen nutzen, abgehalten werden (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 17).

Weiters sollen Aufsichtsräte kosteneffektive Vergütungsabkommen entwerfen, die die nötigen Anreize bieten, so dass die Handlungen der Manager den Unternehmenswert steigern. Der Markt für Unternehmenskontrolle soll dabei die Aufsichtsräte ermahnen, keinen ungerecht erscheinenden Vergütungsvereinbarungen zuzustimmen. Aktionäre könnten daraufhin den Aufsichtsrat abwählen oder ihre Anteile an Konkurrenten verkaufen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 17).

Wüssten Aktionäre oder der Aufsichtsrat, welche Handlungsmöglichkeiten die Firma in jedem Szenario hat und könnten sie die Handlungen der Manager beobachten, so wären keine Anreize nötig. Da dies aber nicht möglich ist, muss die Firma viele der Entscheidungen an die Manager delegieren, da diese bessere Informationen haben. Um die Manager dazu zu bringen, im besten Interesse der Aktionäre zu handeln, wird den Managern ein Vergütungsrisiko auferlegt, indem ihr Vermögen mit der Firmenleistung verknüpft wird (vgl. Core, Guay und Larcker, 2003, S. 32).

### **2.3.3 Die Vergütungsverträge**

Ein Vergütungsvertrag, der durch unabhängiges Verhandeln zwischen Aufsichtsrat und Management entstanden ist, weist mehrere Charakteristiken auf. Er darf keine unnötigen Kosten verursachen, weswegen Vergütungsformen gewählt werden, die möglichst viele Steuervorteile bieten (vgl. Bebchuk und Fried, S. 18).

Die Höhe des Einkommens müsste zumindest dem Reservationspreis des Kandidaten gleich kommen oder ihn übertreffen, also dem Wert seiner anderen Optionen. Da der Aufsichtsrat nicht die nötige Zeit und Informationen hat, um alle Handlungen der Manager zu überwachen und sicher zu stellen, dass sie im Sinne des Unternehmens und der Aktionäre getätigt wurden, sollen die Vergütungsverträge die Manager mit genügend wirksamen Anreizen versorgen, die dafür sorgen, dass ihre Handlungen den Share-Holder-Value erhöhen. Dadurch sollen Agency-Kosten reduziert und die Leistungen des Unternehmens verbessert werden (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 18f).

Da die meisten Manager Risiko scheu sind, ziehen sie fixe Bezahlung einer leistungsbezogenen vor, da ihr Einkommen dann auch von Faktoren abhängt, die sie nicht beeinflussen können. Knüpft man das Einkommen eines Managers an seine Leistungen, so kann es notwendig werden, sein gesamtes Einkommensniveau zu erhöhen, denn es ist mehr leistungsbezogene Bezahlung notwendig, um seinen Reservationspreis zu erreichen als fixe Bezahlung. Dennoch soll ein einem effizienten Vergütungsvertrag ein Großteil des Einkommens an Bedingungen gekoppelt sein, die Leistungen fördern und belohnen. Aus diesem Grund haben Ökonomen lang auf die Bedeutung leistungsbezogener Vergütung hingewiesen. (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 19).

Diese Sichtweise wird von Aufsichtsräten als Rechtfertigung für die mit Managern getroffenen Vergütungsvereinbarungen gegenüber den Aktionären, Politikern und Gerichten herangezogen (Bebchuk und Fried, 2004, S. 3).

### **2.3.4 Der Markt für Management-Dienstleistungen**

Verschiedene Faktoren können den Preis für Management-Dienstleistungen beeinflussen. Allgemeine Schocks können den Arbeitsaufwand für Manager steigern. Dadurch kann sich auch der Wert ihrer Möglichkeiten außerhalb der Firma erhöhen, was zu höheren Kosten beim Anwerben neuer Manager führen kann (vgl. Himmelberg und Hubbard, 2000, S. 3).

Um talentierte Manager anzuwerben, die typischerweise alternative Möglichkeiten haben, sind hohe Vergütungen nötig. Eine Alternative für wohlhabende Manager ist Freizeit zu konsumieren. Um also einen Manager dazu zu bringen, eine Stelle anzunehmen, die mit viel Verantwortung verbunden ist, ist eine Vergütung nötig, die mit seinem Wohlstand steigt (vgl. Spatt, 2006, S. 6).

Eine andere Erklärung, die sich auf Börsenbooms bezieht, besagt, dass der Arbeitsaufwand für Manager in Zeiten steigender Kurse höher sei und dass höhere Einkommen notwendig sind, um sie für den Mehraufwand zu entschädigen (vgl. Beubchuk und Grinstein, 2005, S. 23).

Eine weitere Erklärung bezieht sich auf den Umstand, dass seit den Neunziger-Jahren immer mehr Spitzenmanager von Außen angeworben wurden. Dadurch kann man behaupten, dass sich die Verhandlungspositionen der Manager gegenüber den Aufsichtsräten verbessert haben und sie dadurch in der Lage waren, bessere Verträge auszuhandeln (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 23f).

Durch die erhöhte Mobilität der Manager stieg auch die Wahrscheinlichkeit, entlassen zu werden. Man kann vermuten, dass das erhöhte Risiko entlassen zu werden zum Anstieg der Einkommen beigetragen hat. Da Manager für gewöhnlich eher risikoscheu sind, sollten sie für das gestiegene Risiko entschädigt werden (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 24).

Während der Neunziger-Jahre stiegen die Einkommen auch in anderen Positionen, zu denen Manager von Aktiengesellschaften hätten wechseln können. Weiters gab es viele Firmenneugründungen. Auch hier kann man annehmen, dass höhere Einkommen notwendig waren, um die Manager vom Verlassen der Firma abzuhalten (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 24).

Vertreter der Sichtweise des „Arm's-Length-Bargaining“ sehen bestehende Vergütungsverträge als das Ergebnis von Angebot und Nachfrage für Managementdienstleistungen und sind der Meinung, diese sollten nicht mehr in Frage gestellt werden als die Vergütungsverträge anderer, hoch bezahlter Individuen wie die von Spitzensportlern oder bekannten Filmschauspielern (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 20).

Obwohl Spitzensportler hohe Einkommen haben, weisen ihre Vergütungsverträge nicht die gleichen Charakteristiken wie die Vergütungsverträge von Managern auf. Die Vereine versuchen nicht, die Höhe der Einkommen der Athleten zu verschleiern. Sie vergeben keine Ruhestandsvergünstigungen und keine aufgeschobenen Vergütungen (deferred compensation). Wird der Vertrag eines Athleten nicht verlängert, so erhält er keine immense Abfindung (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 21).

Weiters wird Bezug zum Einkommen anderer Manager im gleichen Markt genommen und es wird argumentiert, dass Aufsichtsräte Marktumfragen verwenden um Vergütungsverträge aufzusetzen, die sich an denen anderer Manager richten. Daher sei es nicht möglich, dass Manager überbezahlt sind (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 21f).

## **2.4 Die „Managerial Power“-Perspektive**

Die „Managerial Power“-Perspektive nimmt an, Aufsichtsräte haben Anreize und Neigungen, Manager zu begünstigen, und das innerhalb der Beschränkungen, die ihnen durch Marktkräfte und Außenseiterreaktionen auferlegt werden (Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 26f).

Im Unterschied zum „Arm’s-Length Bargaining“ Ansatz wird hier angenommen, dass Manager Verhandlungsmacht und wesentlichen Einfluss auf die Aufsichtsräte bei Tarifverhandlungen haben und dass Aufsichtsräte dabei nicht nur die Interessen der Aktionäre befolgen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 62).

Hierbei geht es nicht um die Verhandlungsmacht, über die Manager auf Grund ihrer persönlichen Fähigkeiten und Charakteristiken verfügen. Der Fokus liegt auf dem Einfluss, den sie auf Aufsichtsräte haben und der ihnen ermöglicht, Renten anzusammeln. Mit Renten sind in diesem Fall die Zugewinne gemeint, die Manager auf Grund ihres Einflusses bei Tarifverhandlungen im Vergleich zu unabhängigen Verhandlungen erreichen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 62).

Die Renten, die Manager erhalten, treten in verschiedenen Formen auf. Wie die meisten Menschen werden sie ein höheres Einkommen einem Niedrigeren vorziehen. Also kann man annehmen, dass sie ihren Einfluss dazu nutzen, ein höheres Einkommen auszuhandeln (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 62).

Außerdem werden sie versuchen, ihr Einkommen so zu strukturieren, dass es möglichst wenig leistungsbezogen ist. Je mehr ihr Einkommen von Leistungen abhängt, umso mehr Risiken müssen Manager eingehen und umso mehr Aufwand müssen sie betreiben. Es wird aber angenommen, dass sie möglichst viel Spielraum



beim Ausüben ihrer Arbeit haben wollen, sie Risiken scheuen und möglichst wenig Druck verspüren wollen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 63).

Das Ausmaß des Managereinflusses hängt von der Leitungs- und Besitzstruktur eines jeden Unternehmens ab. Die „Managerial Power“-Perspektive sagt voraus, dass je höher der Einfluss des Managements ist, umso mehr tendieren die angesammelten Renten höher zu sein (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 63f).

#### **2.4.1 Der Vorstandsvorsitzende und die Spitzenmanager**

In vielen Fällen hat nicht nur der Vorstandsvorsitzende Einfluss auf den Aufsichtsrat, sondern auch die Spitzenmanager. Selbst wenn nur der Vorstandsvorsitzende Einfluss hat, kann es sein, dass durch einen Spillover-Effekt auch die Spitzenmanager davon profitieren. Aus Gründen wie Freundschaft oder um Feindseligkeiten zu vermeiden oder zu verringern kann es sein, dass der Vorstandsvorsitzende seinen Einfluss dazu nutzt, auch für die Spitzenmanager vorteilhafte Vergütungsverträge auszuhandeln. Dies könnte für Aktionäre und für den Shareholder-Value von Vorteil sein, da das Arbeitsklima zwischen Vorstandsvorsitzenden und den Spitzenmanagern sich dadurch verbessern könnte. Dennoch seien diese Vergütungsverträge zu Gunsten der Manager verzerrt, was letztendlich auf Kosten der Aktionäre geht (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 64, S. 228, 4.).

#### **2.4.2 Öffentliche Reaktionen und Beschränkungen**

Wie weit Firmen dabei gehen, Manager bei Tarifverhandlungen zu begünstigen, hängt davon ab, inwieweit die Vergütungsverträge von Außenseitern, die für sie relevant sind, als ungerecht beurteilt werden. Dabei unterliegen sie Beschränkungen, die ihnen durch Marktkräfte und soziale Faktoren auferlegt werden. Diese hängen wiederum davon ab, wie Außenseiter wie Medien und sektorgleiche Mitbewerber die abgeschlossenen Verträge beurteilen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 65).

Investoren, die einen Vergütungsvertrag als ungerecht oder sogar empörend betrachten, könnten darin ein Anzeichen dafür sehen, dass der Aufsichtsrat und das

Management sich wenig um die Interessen der Aktionäre kümmern. Ihre Reaktion darauf könnte sein, die Amtsinhaber in Zukunft nicht mehr zu unterstützen. Der Markt für Unternehmenskontrolle könne also bei Tarifverhandlungen eine Beschränkung für Aufsichtsräte und Manager darstellen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 65).

Manager und Aufsichtsratsmitglieder könnten Rufschädigungen davontragen, sollten sie Vergütungsverträge abschließen, die ausreichend negative Reaktionen auslösen. Dies könnte ihre derzeitigen Geschäfte beeinflussen und ihre zukünftigen Karriereaussichten verschlechtern. Hier stelle der Arbeitsmarkt für Manager eine Beschränkung bei Tarifverhandlungen dar, aber nur so lang die Vergütungsverträge von relevanten Außenseitern als ungerecht empfunden werden (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 65f).

Auch soziale und psychologische Faktoren können Beschränkungen bei Tarifverhandlungen darstellen. Aufsichtsratsmitglieder und Manager wollen negative Kritiken und Spott von gesellschaftlichen Gruppen und Berufsgruppen, auf deren Meinung sie Wert legen, vermeiden. Diese Gruppen seien Investoren, Medien, Berufsgruppen und soziale Gruppen, denen Manager und Aufsichtsratsmitglieder angehören. Selbst wenn sie deswegen keine finanziellen Kosten befürchten müssten, könne die Angst vor negativer Kritik und Verlegenheit sie davon abhalten, Vergütungsverträge einzugehen, die als ungerechtfertigt gesehen werden könnten (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 66).

Nach dieser Perspektive ergeben sich dann Veränderungen in den Vergütungsverträgen, wenn sich die Beschränkungen, denen Aufsichtsräte und Manager beim Vertragsabschluß unterliegen, ändern (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 26f).

### **2.4.3 Verschleierung**

Da die Einschätzungen anderer wichtig seien, würde beim Gestalten der Tarifverträge versucht, das tatsächliche Ausmaß der Renten zu verschleiern. Die Gesamthöhe des Einkommens würde nicht klar dargestellt und die Tarifvereinbarungen leistungsbezogener dargestellt als sie in Wirklichkeit sind. Das

„Managerial Power“-Modell nimmt also an, dass Manager versuchen, die Ausgestaltung ihres Einkommens so darzustellen, dass es leichter zu rechtfertigen ist (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 67).

Vor 1992 gab es in den USA seitens der SEC (Securities and Exchange Commission, US-Wertpapier- und Börsenaufsichtsbehörde) keine Vorgaben über die Art und Weise der Offenlegung der Managereinkommen. Dies nutzten die Firmen, indem sie beispielsweise die Einkommen der Vorstandsvorsitzenden in Seitenlangen Berichten darstellten und dabei die Zahlen ausgeschrieben, um sie im Text zu „begraben“. Linda Quinn, damalige Abteilungsleiterin für Unternehmensfinanzen beim SEC, schrieb nach dem Symposium für Unternehmensrecht im Jahre 1995, dass keine zwei Analysten auf dieselben Zahlen kamen als sie die Vergütungsvereinbarungen des Managements in einem Proxy-Statement beurteilen sollten. Ihre Ergebnisse variierten stark (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 67).

1992 wurden die Offenlegungsvorschriften verschärft, indem die SEC Standards für die Art und Weise der Darstellung der Managereinkommen einführt, was daraufhin weitere Verschleierungen schwieriger machte (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 67f).

Es gibt auch Anzeichen dafür, dass sich Manager und Aufsichtsräte von Kritiken und Presseberichten beeinflussen lassen. Durch Aktionärsanträge können Aktionäre versuchen, das Einkommen der Manager zu beeinflussen. In ihrer Studie von 1999 zeigen R. Thomas und K. Martin, dass Aktionäre ihre Anträge betreffend das Einkommen des Managements generell an jene Firmen richten, die schlechte Leistungen erbringen und deren Managereinkommen höher sind als in vergleichbaren Firmen desselben Sektors. Dies zeigt, dass Aktionärsanträge die Managereinkommen betreffend dazu genutzt werden, überhöhte Einkommen zu überwachen. Weiters verglichen sie die Einkommen der Vorstandsvorsitzenden von Firmen, die Aktionärsanträge erhalten hatten mit den Einkommen der CEOs von Firmen, die keine Anträge erhielten. Sie fanden heraus, dass unter den Firmen, die Anträge erhalten hatten, im folgenden Jahr weniger stark die durchschnittlichen Gesamteinkommen der Vorstandsvorsitzenden stiegen als in jenen Firmen aus demselben Sektor, die keine Aktionärsanträge erhalten hatten (vgl. Thomas und Martin, 1999, S. 1069f).

#### **2.4.4 Verschleierung, Entrüstung und die Medien**

Dass Medien Firmenentscheidungen beeinflussen können zeigten Dyck und Zingales in ihrer Studie von 2002. Sie fanden heraus, dass Aufmerksamkeit seitens der Medien Firmen dazu bringen kann, umweltfreundlichere Maßnahmen zu setzen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 69). Ein Beispiel dafür waren die Berichte US-amerikanischer Fernsehsender im Jahre 1988 über einen panamaschen Thunfischfänger, der Hunderte von Delfinen beim Thunfischfang tötete. Daraufhin starteten das Earth Island Institute, Greenpeace und die Humane Society einen Boykott gegen Thunfischfleisch. Auch Restaurantketten und Schulkantinen stoppten den Kauf von Thunfisch bis er „Delfin sicher“ war. 1990 verkündete Heinz, das Unternehmen werden nur mehr „Delfin sicheres“ Thunfischfleisch verkaufen. Innerhalb von Stunden machten die zwei anderen größten US-Produzenten von Thunfischfleisch ähnliche Zusagen (vgl. Dyck und Zingales, 2002, S. 2).

Im April 1992 bezahlte der Aktionärsaktivist Robert Monks einen ganzseitigen Artikel im Wall Street Journal mit dem Titel „The Non-Performing Assets of Sears“ und benannte dabei alle Aufsichtsratsmitglieder von Sears Roebuck. Daraufhin führten die in Verlegenheit gebrachten Aufsichtsratsmitglieder die von Monks eingebrachten Vorschläge ein. Die Ankündigung der Änderungen brachte in den Tagen danach einen Kursgewinn der Sears-Aktie von nahezu zehn Prozent mit sich und einen Kursgewinn von 37% im folgenden Jahr (vgl. Dyck und Zingales, 2002, S. 2).

Ein weiteres Beispiel stellen die Praktiken zur Auswahl schlecht geführter Firmen, die der staatliche kalifornische Rentenfonds für öffentlich Bedienstete (CalPERS, California Public Employees' Retirement System) Ende der Achtziger und Anfang der Neunziger Jahre des letzten Jahrhunderts ausübte. CalPERS verfolgte gegenüber diesen Firmen eine Politik der öffentlichen Beschämung, indem es einige Jahre lang schlecht wirtschaftende Unternehmen auf eine „Fokusliste“ setzte und ihnen Vorschläge machte, wie sie ihre Unternehmensführung verbessern können. In vielen Fällen wurden diese Vorschläge auch befolgt (vgl. <http://www.businessweek.com/archives/1992/b325846.arc.htm>).

Im Herbst 1991, nachdem einige Vorstandsvorsitzende CalPERS empfohlen hatten, weniger feindselig zu agieren, schlug der Rentenfonds einen freundlicheren, sanfteren Weg ein, und verzichtete auf öffentliches Anprangern (vgl. <http://www.businessweek.com/archives/1992/b325846.arc.htm>).

CalPERS überprüfte daraufhin seine Anteile und konzentrierte sich dabei auf die Firmen in der unteren Hälfte des Standard & Poor's 500 Index. Es kaufte Unternehmensprofile vom Washingtoner Investor Responsibility Research Center (IRRC) und beauftragte Gordon Group Inc., einen Wirtschaftsberater aus Massachusetts, einige Dutzend Firmen auszuwählen und zu überprüfen. Danach trafen der damalige Vorstandsvorsitzende von CalPERS, Dale Hanson, der Finanzverantwortliche Richard H. Koppes und die Investment-Mitarbeiter ihre Entscheidungen. Mitte November 1991 erhielten zwölf Vorstandsvorsitzende Briefe von CalPERS, die Aufsichtsräte bekamen Kopien davon (vgl. <http://www.businessweek.com/archives/1992/b325846.arc.htm>).

Ohne die Gefahr von Negativschlagzeilen waren aber viele Firmen weit weniger kooperativ. Hanson sagte zu der Zeit, dass viele Firmen nur dann handeln, wenn das Problem im Blickfeld der Öffentlichkeit steht. 1992 führte CalPERS seine Politik der öffentlichen Beschämung wieder ein und veröffentlichte die Namen der zwölf Unternehmen, die zuvor nur angeschrieben wurden (vgl. <http://www.businessweek.com/archives/1992/b325846.arc.htm>).

#### **2.4.5 Vergütungsberater**

Öffentliche Firmen in den USA beauftragen für gewöhnlich unabhängige Vergütungsberater zur Gestaltung der Vergütungsvereinbarungen mit den Vorstandsvorsitzenden. Der Einsatz von Experten rechtfertigt die Vergütungspraktiken der Firmen, da sie Fachwissen mit einbringen. Diese Rechtfertigung wird aber auch herangezogen, wenn die Vergütungsvereinbarungen in Frage gestellt werden. Aufsichtsräte berufen sich dann auf die Empfehlungen von Experten. Studien haben gezeigt, dass Firmen, deren Aktionäre mehr dazu neigen, die Vergütungsvereinbarungen zu überwachen, auch eher Vergütungsberater beauftragen. Falls eine Firma schlecht wirtschaftet, oder der Vorstandsvorsitzende

bereits hoch bezahlt ist im Vergleich zu anderen Vorstandsvorsitzenden des gleichen Sektors, so wird die Definition der Vergleichsfirmen einfach erweitert (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 70f).

#### **2.4.6 Ratcheting**

Aufsichtsräte beauftragen Vergütungsberater, um das mittlere Einkommen eines Vorstandsvorsitzenden festzulegen. Auf Empfehlung der Berater setzen Aufsichtsräte die Einkommenshöhe des Vorstandsvorsitzenden auf mindestens den Median des betreffenden Sektors. Als Erklärung wird angegeben, dass Aufsichtsräte, um konkurrenzfähig zu bleiben, mindestens den gleichen Dollarwert in Optionen anbieten müssen wie die Mitbewerber, unabhängig von den Leistungen des Vorstandsvorsitzenden. Dieses Benchmarking treibt die Einkommen der Manager immer mehr in die Höhe (vgl. [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/1998/06/08/243506/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/06/08/243506/index.htm)).

Kim Clark, ehemaliger Dekan der Harvard Business School, schrieb 2003 in seinen Anmerkungen an den National Press Club, dass in den meisten Unternehmen die Vorstandsvorsitzenden beim 75. Perzentil der Einkommensverteilung liegen wollen. Dadurch käme es zu einem Ratcheting-Effekt, sobald diese Informationen den Markt durchdringen (vgl. <http://hbswk.hbs.edu/item/3381.html>).

#### **2.4.7 Managerial Power und die 1990er-Jahre**

Seit Beginn der Neunziger-Jahre wurden von Firmen immer mehr Maßnahmen getroffen, um sich vor feindlichen Übernahmen zu schützen. Diesen verbesserten Schutz könnten Manager dazu genutzt haben, ihr Einkommen zu erhöhen. Sie trafen Vereinbarungen, die ihnen im Falle einer Übernahme hohe Zahlungen zusicherten. Dies könnte auch dazu beigetragen haben, die Einkommensniveaus der Manager zu erhöhen (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 29).

Hall und Murphy (2003) beobachteten für die Neunziger-Jahre eine Zunahme unabhängiger Aufsichtsräte. Die Größen der Aufsichtsräte seien kleiner und der Anteil unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder sei größer geworden. Die meisten

Firmen hätten Vergütungsausschüsse mit mindestens zwei unabhängigen Mitgliedern. Daher seien die Veränderungen während der 1990er nicht mit Rentenextraktion vereinbar und behaupten, das Managerial-Power-Modell sollte ein Sinken der Managereinkommen vorhersagen, da unabhängige Aufsichtsräte den Einfluss der Manager senken sollten (vgl. Hall und Murphy, 2003, S. 64f).

Bebchuk und Fried (2004) führen jedoch verschiedene Gründe (Kollegialität, Loyalität, usw.) an, warum auch unabhängige Aufsichtsräte bereit gewesen sein könnten, mit Managern Vergütungsverträge abzuschließen, die für die Manager vorteilhaft ausgestaltet wurden (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 4).

Nach dieser Sichtweise war die Zunahme unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder weniger wichtig als der verbesserte Schutz vor feindlichen Übernahmen (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 30).

Das „Managerial Power“-Modell nimmt an, dass Manager aktienbasierte Vergütung einem fixen Einkommen vorziehen, da Optionspläne für jene, die hohe Managereinkommen kritisieren, weniger transparent sind (vgl. Hall und Murphy, 2003, S. 65).

Murphy und Hall führen in ihrer Arbeit von 2003 weiter an, dass die Veränderungen der SEC-Offenlegungsvorschriften von 1992, die sich zum Großteil auf Details zu Optionsplänen beziehen, für mehr Transparenz gesorgt hätten. Daher sollte das Managerial-Power-Modell ein Sinken der Einkommen prognostizieren. Die Tatsache, dass ungemindert weiter Optionen zur Managervergütung herangezogen wurden, widerspreche der Annahme, dass Rentenstreben und Verschleierung Gründe für den Anstieg der Vergabe von Optionen waren (vgl. Hall und Murphy, 2003, S. 65).

Bebchuk und Fried (2004) führen Veränderungen an, die während der 90er-Jahre statt gefunden haben, und die zum Anstieg der Managereinkommen beigetragen und dabei die erhöhte Transparenz mehr als ausgeglichen haben können. Laut ihrer Meinung ist der Anstieg der Managereinkommen auf Veränderungen des Umfeldes der Managereinkommen zurück zu führen. Diese wären gewesen ein steigendes Interesse der Aktionäre, Einkommen an Leistungen zu knüpfen, und der

Börsenboom der 90er, den Manager zu ihrem Vorteil ausnutzen konnten (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 72).

In den frühen 90ern setzten sich Investoren, Regulatoren und auch Finanzökonomien für mehr leistungsbezogene Vergütung ein (vgl. Bebchuk, Fried, 2004, S. 72). Paragraph 162 (m) des Internal Revenue Code von 1992 verbietet es US-amerikanischen und ausländischen Firmen, die an einer US-amerikanischen Börse notiert sind, ihren Managern ein Einkommen über einer Million Dollar pro Jahr zu zahlen, es sei denn, es handelt sich um leistungsbezogene Vergütungen (vgl. [http://www.taxalmanac.org/index.php/Internal\\_Revenue\\_Code:Sec.\\_162.\\_Trade\\_or\\_business\\_expenses](http://www.taxalmanac.org/index.php/Internal_Revenue_Code:Sec._162._Trade_or_business_expenses)). Dies sollte Firmen ermutigen, aktienbasierte Vergütungsformen zu wählen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 72).

Bebchuk und Fried (2004) nehmen an, dass Manager und Aufsichtsräte dadurch in der Lage waren, die Einkommensniveaus deutlich zu steigern, ohne öffentliches Aufsehen und Missgunst zu erregen und dass sie ihren Einfluss über Aufsichtsräte genutzt haben, um wesentlich mehr Optionen zu erhalten, ohne ihr fixes Einkommen senken zu müssen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 72f).

Weiters sollen Manager ihren Einfluss dazu genutzt haben, um die Ausgestaltung der Optionspläne für sie vorteilhaft ausfallen zu lassen. Übliche Optionspläne sind nicht eng an die Leistungen der Manager gebunden und die Manager können von allgemeinen Kursgewinnen profitieren. Durch die Vergabe von konventionellen Optionen sollen Manager viel mehr Zugewinne gemacht haben als dies mit kosteneffektiveren Optionsplänen möglich gewesen wäre. Außerdem hätten Optionen ihrer Meinung nach Einkommenshöhen rechtfertigbar gemacht, die in bar für Entrüstung gesorgt hätten (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 73).

Der Börsenboom der 90er-Jahre sei für Manager ebenfalls vorteilhaft gewesen. Das Einkommen der Manager und die Marktkapitalisierung waren und sind positiv korreliert. Manager von Firmen mit größerer Marktkapitalisierung haben für gewöhnlich ein höheres Einkommen. Durch den Aufwärtstrend der Börsenkurse in den 90ern hätten auch schlecht wirtschaftende Unternehmen vom Aufwärtstrend



profitiert. Außerdem hätte der Boom der 90er den Managern eine Rechtfertigung für ihren Einkommensanstieg verschafft (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 74).

Weiters hätte sich eine Beschränkung, der Manager und Aufsichtsräte bei Tarifverhandlungen unterliegen, aufgelockert. In Zeiten steigender Börsenkurse wären Investoren und relevante Außenseiter wohl weniger besorgt über stark steigende Managereinkommen gewesen und Manager und Aufsichtsräte hätten mehr Spielraum erhalten, um die Managereinkommen zu erhöhen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 74).

## **2.5 Alternative Erklärungen für ineffiziente Verträge**

### **2.5.1 Normen und Konventionen**

Auf der Grundlage, dass der Wunsch, sich an Normen und Konventionen zu halten, ein Individuum in seinen Entscheidungen beeinflusst, nehmen Bebchuk und Fried (2004) an, dass auch Aufsichtsräte bei Tarifverhandlungen mit Managern eher jenen Vergütungsverträgen zustimmen, die denen anderer Firmen ähneln, unabhängig davon, ob diese Verträge den Aktionärsinteressen dienen oder nicht. Dies würde weniger Rechtfertigungen und Vertrauen in den eigenen Entscheidungen bedürfen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 74f).

Sie schließen daraus, dass die Abneigung der Aufsichtsräte, sich von bereits eingeführten Vergütungspraktiken zu entfernen, die Bewegung von einem Gleichgewicht zum Nächsten schrittweise und langsam macht. Der Wunsch, sich an Normen und Konventionen zu halten könne aber nicht erklären, warum sich die Vergütungspraktiken so entwickelten, wie sie es taten, und er könne auch nicht vorhersagen, wie sie sich in Zukunft entwickeln werden (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 75).

Um einen umfassenden Überblick über die Managervergütung zu bekommen müsse man Normen und Konventionen mit einer anderen Theorie, wie die „Arm's-length-bargaining“ oder die „Managerial-Power“-Theorie, kombinieren (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 75).

Eine Theorie, die Normen und Konventionen mit dem „Arm's-Length Bargaining“-Ansatz kombiniert, würde vorhersagen, dass die Entwicklung der Vergütungsverträge durch Marktkräfte geprägt wurde. Obwohl von der Tendenz zu Normen verlangsamt, sollen Marktkräfte die Vergütungsvereinbarungen effizienter machen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 75).

Eine Theorie, die Normen und Konventionen mit dem „Managerial Power“-Ansatz kombiniert, würde prognostizieren, dass die Entwicklung der Vergütungsvereinbarungen zumindest zum Teil vom Bestreben der Manager, sich Renten anzueignen, geformt wurde. Die Veränderungen würden in diesem Fall Manager begünstigen und würden ihre Fähigkeit widerspiegeln, ihr Einkommen zu beeinflussen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 76).

Die Annahme der Rigidität kombiniert mit dem „Arm's-Length Bargaining“-Ansatz sollte laut Bebchuk und Fried nicht systematisch zu Ergebnissen führen, die Manager begünstigen. Die Entwicklung in eine Richtung, die Manager begünstigt, sei im Einklang mit der Annahme der Rigidität kombiniert mit dem Einfluss der Manager (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 76).

## **2.5.2 Fehler und Fehleinschätzungen**

Eine andere Erklärung für ineffiziente Vergütungsverträge kann menschliche Unvollkommenheit sein (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 76).

Bebchuk und Fried (2004) sehen diese Erklärung eher kritisch. Dass alle, die an der Gestaltung der Vergütungsverträge beteiligt sind, Fehler machen sehen Bebchuk und Fried als unplausible Erklärung für die Beständigkeit ineffizienter Verträge, da dies die Tatsache nicht mit einschließt, dass offensichtliche Abweichungen von unabhängigen Verhandlungen systematisch Manager begünstigen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 77).

Eine andere Erklärung bezieht sich auf die Aufsichtsräte. Murphy und Hall (2003) bieten ihre „Perceived Cost“-Hypothese für die weite Verbreitung ineffizienter Optionspläne und argumentieren, Aufsichtsräte hätten konventionelle Optionspläne

verwendet, weil sie die wahren ökonomischen Kosten solcher Optionspläne für die Aktionäre nicht wahrgenommen hatten. Da konventionelle Optionspläne keinen Baraufwand darstellen, hätten Aufsichtsräte sie als kostengünstig betrachtet und wären überaus bereit gewesen, diese zu bewilligen. Optionspläne, die Zugewinne aus allgemeinen Kurssteigerungen an den Börsen herausfiltern, die aber buchmäßige Kosten verursachen, hätten Aufsichtsräte dagegen als teurer wahrgenommen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 77).

Bebchuk und Fried sind skeptisch darüber, dass Aufsichtsräte nicht erkannt hätten, dass mit konventionellen Optionsplänen beträchtliche Kosten für die Aktionäre einhergehen, deren Aktienbestände durch die Vergabe von Optionen verwässert werden. Die Annahme der Existenz von Fehleinschätzungen, die auch von Beratern der Aufsichtsräte nicht eliminiert wurden, sehen sie nicht als Alternative zum „Managerial Power“-Ansatz, sondern als zusätzliches Anzeichen für dessen Unterstützung (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 77f).

Es gäbe etliche Gründe, aus denen Aufsichtsräte hätten scheitern können, Vergütungsvereinbarungen zu treffen, die den Aktionären am besten dienen. Eine Reihe finanzieller und nicht-finanzieller Anreize, sowie soziale und psychologische Faktoren würden Aufsichtsräte dazu bringen, Manager zu begünstigen. Außerdem hätten Aufsichtsräte nicht die nötige Zeit und Informationen, um effiziente Vergütungsverträge zu erarbeiten (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 78).

Der wichtige Fakt sei, dass Aufsichtsräte zumindest zu einem gewissen Ausmaß bereit gewesen sein müssen, Optionsvereinbarungen zuzustimmen, die Manager auf Kosten der Aktionäre begünstigen. Es gäbe auch Nachweise dafür, dass der Einfluss der Manager auf ihr Einkommen nicht von Fehleinschätzungen seitens der Aufsichtsräte herrührt, sondern zumindest teilweise von der Bereitschaft der Aufsichtsräte, Manager zu begünstigen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 78).

Außerdem könnten Fehleinschätzungen nicht erklären, warum Pensionspläne und Darlehen an die Manager so gestaltet wurden, dass ihr Einkommen weniger wahrnehmbar wird (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 78).

## **2.6 „Arm's-Length Bargaining“ versus „Managerial Power“**

Es gibt also zwei Haupttheorien zur Erklärung der Managereinkommen. Der „Optimal Contracting“-Ansatz sieht die Vergütungsverträge als das Ergebnis von Marktkräften und Verhandlungskosten. Laut der „Managerial Power“-Sichtweise haben CEOs Macht und Einfluss über nachgiebige Aufsichtsräte und machtlose Aktionäre. Es gibt empirische Belege, die beide Theorien unterstützen. Außerdem können empirische Belege, die eine Theorie zu unterstützen scheinen, so neu interpretiert werden, dass sie mehr für die andere sprechen (vgl. Conyon, 2012, S. 383).

Derzeit ist es noch zu früh um zu schlussfolgern, dass eine Theorie letztendlich korrekt ist. Das Ziel zukünftiger Forschung wird es sein, wiederholbare Tests zu entwerfen, die effektiv zwischen den konkurrierenden Hypothesen unterscheiden können (vgl. Conyon, 2012, S. 383).

### **2.6.1 Aufsichtsräte**

Die „Managerial Power“-Theorie sagt voraus, dass Manager „schwache“ Aufsichtsräte beeinflussen und dass dies ihnen ermöglicht, Renten anzusammeln (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 62). Es gibt Belege dafür, dass Aufsichtsrats- und Besitzstrukturen einen signifikanten Anteil der Variation der CEO-Einkommen in Querschnittsanalysen erklären. Um die „Managerial-Power“-Theorie daraufhin zu prüfen, untersuchten Core, Holthausen und Larcker (1998) die Struktur von Aufsichtsräten. Sie kommen zum Schluss, dass in Querschnittsstudien die CEO-Einkommen und Agency-Kosten höher sind, wenn der Aufsichtsrat schlecht strukturiert ist (vgl. Core, Holthausen und Larcker, 1999, S. 371f).

Zeitreihendaten unterstützen diese Sichtweise aber nicht. Aufsichtsräte sind mit der Zeit unabhängiger geworden zur selben Zeit als die CEO-Einkommen gestiegen sind (vgl. Core, Holthausen, Larcker, 1998, S. 384). Hall und Murphy (2003) beobachteten für die Neunziger-Jahre eine Zunahme unabhängiger Aufsichtsräte. Die Größen der Aufsichtsräte seien kleiner und der Anteil unabhängiger Aufsichtsratsmitglieder sei größer geworden. Die meisten Firmen hätten Vergütungsausschüsse mit mindestens zwei unabhängigen Mitgliedern. Daher seien die Veränderungen während der 1990er

nicht mit Rentenextraktion vereinbar und behaupten, das Managerial-Power-Modell sollte ein Sinken der Managereinkommen vorhersagen, da unabhängige Aufsichtsräte den Einfluss der Manager senken sollten (vgl. Hall und Murphy, 2003, S. 64f)

### **2.6.2 Vergütungsberater**

Öffentliche Firmen in den USA beauftragen für gewöhnlich unabhängige Vergütungsberater zur Gestaltung der Vergütungsvereinbarungen mit den Vorstandsvorsitzenden. Der Einsatz von Experten rechtfertigt die Vergütungspraktiken der Firmen, da sie Fachwissen mit einbringen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 70). Ineffektive Berater geben aber CEOs die Möglichkeit, ihre eigenen Interessen auf Kosten der Aktionäre durchzusetzen (vgl. Conyon, 2012, S. 384).

Bei der Untersuchung des Zusammenhangs zwischen Vergütungsberatern und Managereinkommen aufgrund von Daten aus den USA und dem Vereinigten Königreich wurde festgestellt, dass die CEO-Einkommen höher sind in Firmen, die Vergütungsberater beauftragen. Dies ist im Einklang mit der „Managerial-Power“-Sichtweise. Weiters wurde aber festgestellt, dass der Anteil der Wertpapiere in den Vergütungsverträgen höher ist bei Firmen, die Vergütungsberater beauftragen, was mit der „Arm's-Length Bargaining“-Sichtweise vereinbar ist (vgl. Conyon, 2008, S. 1).

### **2.6.3 Vergünstigungen**

Die „Managerial Power“-Perspektive nimmt an, dass Manager ihren Einfluss dazu nutzen, um bessere Vergütungsverträge auszuhandeln, als sie bei unabhängigen Verhandlungen erreichen könnten. Dieser Einfluss ermöglicht es ihnen, Renten anzusammeln. Diese Renten können in verschiedenen Formen auftreten (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 62). Eine Form können Firmenvergünstigungen sein. Rajan und Wulf (2004) untersuchten warum Firmen ihren Managern Vergünstigungen anbieten. Sie kommen zu dem Schluss, dass Vergünstigungen von stark hierarchischen Firmen hauptsächlich an CEOs vergeben werden, was darauf hin deutet, dass diese angeboten werden, um den Status der CEOs zu verbessern. Sie fanden aber auch robuste Anzeichen dafür, dass Vergünstigungen angeboten werden, um die Produktivität der Manager zu erhöhen (vgl. Rajan und Wulf, 2004, S.

31). Dies legt nahe, dass eine Sichtweise, die Vergünstigungen als reines Übermaß seitens der Manager darlegt, nicht richtig ist (vgl. Rajan und Wulf, 2004, Abstract).

## **2.7 Murphys „Perceived-Cost“-Ansatz**

Nach dem „Optimal Contracting“-Ansatz, dem sich die meisten Finanzökonomien anschließen, werden Aktienoptionen als Entlohnung auf Leistungsgrundlage gesehen, die eine direkte Verbindung zwischen dem Einkommen der Manager und der Leistung des Unternehmens herstellen sollen. Diese Anreizbegründung würde laut Murphy zwar für Manager auf höchster Ebene gelten, die konkrete Maßnahmen setzen können und die dadurch die Aktienkurse des Unternehmens beeinflussen können, aber nicht für Manager der unteren Führungsebenen und Angestellte. Dennoch wurden die meisten Aktienoptionen an Angestellte vergeben, die unterhalb der Top-Fünf in der Firmenhierarchie liegen. Im Jahre 2000 gingen 80% der von den S&P 500-Industrieunternehmen, S&P 500-Finanzunternehmen und von „New Economy“-Unternehmen vergebenen Optionen an Angestellte unterhalb der Top-Fünf. Daher sei der Anstieg der Einkommen auf Optionsbasis nicht auf die CEOs beschränkt, sondern würde eine proportionale Steigerung für Manager unterhalb der obersten Führungsebene anzeigen (vgl. Murphy, 2002, S. 857).

Die steigende Verbreitung der Optionsvergabe auf einer breiten Basis würde einen klaren Beleg dafür bringen, dass Optionspläne nicht nur durch Bestrebungen für optimale Verhandlungsergebnisse begründet wurden. Sie würden aber nicht offensichtlich die „Managerial Power“-Sichtweise unterstützen. Da der Anstieg der Managereinkommen hauptsächlich durch Optionen vorangetrieben wurde, sei es von Wert, Erklärungen zu erforschen, die mit der erhöhten Verbreitung von Optionen im gesamten Unternehmen konsistent sind. Als Alternative zu den „Optimal Contracting“- und „Managerial Power“-Ansätzen bietet Murphy (2002) eine Sichtweise an, die sich auf zwei Annahmen stützt. Erstens, risikoaverse und undiversifizierte Beschäftigte, die aktienbasierte Vergütungen als hoch riskant betrachten und die Werte der Optionsscheine diskontieren. Zweitens, Firmen, die routine- aber fälschlicherweise Aktienoptionen als einen relativ günstigen Weg sehen, Mitarbeiter zu bezahlen. Die „Perceived-Cost“-Sichtweise würde helfen, die Eskalation der Einkommen der Vorstandsvorsitzenden und der Optionspläne zu

erklären, und sei auch konsistent mit den Anzeichen, die Bebchuk, Fried und Walker (2002), fortan BFW (2002), als Belege für ihre „Managerial Power“-Sichtweise darlegen (vgl. Murphy, 2002, S. 858).

### **2.7.1 Annahme 1: Undiversifizierte Beschäftigte fassen Optionsscheine als wenig wertvoll auf**

Vergütungsberater und Forscher im akademischen Bereich benutzen routineweise Standard-Optionspreismodelle wie Black-Scholes um den Wert der Aktienoptionen zu schätzen. Diese Modelle seien zwar geeignet, um den Wert von Optionsscheinen zu schätzen, die an Börsen gehandelt werden, nicht aber für undiversifizierte, risikoscheue Angestellte, die die Optionen nicht frei verkaufen können und sich nicht gegen Risiken absichern können (vgl. Murphy, 2002, S. 858f).

Undiversifizierte Angestellte würden Optionen nur zu einem Bruchteil der Black-Scholes-Schätzungen bewerten. Manager, die Geld gegen Optionen tauschen, würden hohe Risikoprämien verlangen und sich üblicherweise darüber beschweren, dass die Black-Scholes-Bewertungen nicht entsprechend angepasst seien für Risiko und Nichtübertragbarkeit (vgl. Murphy, 2002, S. 859).

### **2.7.2 Annahme 2: Firmen sehen Aktienoptionen als günstigen Weg, Mitarbeiter zu bezahlen**

Die ökonomischen Kosten einer Option werden ungefähr berechnet als den Betrag, den ein außenstehender Investor dafür bezahlen würde. Dieser kann die Option verkaufen oder Maßnahmen treffen, um sich gegen das Risiko der Option abzusichern (vgl. Murphy, 2002, S. 859).

Standard-Methoden wie Black-Scholes würden einen Schätzwert dessen bieten, was ein außenstehender Investor dafür bezahlen würde und seien deswegen geeignet zur Bestimmung der Kosten der Vergabe von Optionen für das Unternehmen. Viele Aufsichträte und Fachleute würden aber die Kosten der Optionsvergabe als niedriger auffassen, als ihre wahren ökonomischen Kosten. Als primäre Kosten der Optionsvergabe würden von vielen Aufsichträten die „Verwässerungskosten“

gesehen werden, die durch Rückkaufprogramme gemildert werden könnten (vgl. Murphy, 2002, S. 859f).

Optionen können ohne Baraufwand vergeben werden und verursachen keine buchmäßigen Kosten. Unter US-Bilanzierungs- und Steuerregeln bleibt bei Ausübung der Optionsscheine das Buchhaltungseinkommen unverändert, das steuerpflichtige Einkommen wird aber gesenkt (vgl. Murphy, 2002, S. 859f).

BFW (2002) behaupten, dass wenn Aktienmärkte halbwegs effizient sind, würde die Auferlegung einer bilanziellen Belastung von Aktienoptionen die ausgewiesenen Erträge senken, aber nicht die Aktienkurse und daher auch nicht die Optionsvergabepraktiken beeinflussen. Murphy (2002) stimmt dem zu, fügt aber an, dass er nach zahllosen Diskussionen mit Vergütungsberatern, Fachleuten und Managern davon überzeugt ist, dass Manager auf die buchhaltungstechnischen Konsequenzen alternativer Vergütungsformen fixiert sind, und das nicht nur wegen der Effekte, die Bilanzierungsregeln auf Aktienkurse haben. Es gäbe deutliche Hinweise dafür, dass Manager auf Bilanzierungsbelange auf Arten reagieren, die Finanzökonomern irrational erscheinen. Als Beispiel führt er Statement 106 des FASB (Financial Accounting Standards Board, US-amerikanisches Rechnungslegungsgremium) an, welches am 15. Dezember 1992 voll wirksam wurde, und welches Gesundheitsvorsorgeverpflichtungen eine bilanzielle Belastung auferlegt. Daraufhin machten Firmen dramatische Einschnitte in den medizinischen Leistungen für Rentner (vgl. Murphy, 2002, S. 860).

Murphy (2002) glaubt, dass Firmen noch dramatischer auf Änderungen der Bilanzierungsregeln in Bezug auf Aktienoptionen reagieren würden. Veränderungen der Bilanzierungsregeln bei Neubewertung der Optionen würden die Bedeutung der Erwägungen im Hinblick auf Buchführungsregeln bei Optionsprogrammen verdeutlichen. Vor Dezember 1998 mussten Firmen, die neue oder neu bewertete Optionen zum Marktpreis am Vergabezeitpunkt vergaben, keine Buchhaltungskosten erfassen. Danach mussten sie bei Ausgabe neu bewerteter Optionen „variable Verrechnung“ einführen, wonach buchmäßige Kosten jährlich erfasst werden auf Basis von Aktienkurssteigerungen (vgl. Murphy, 2002, S. 860f).



Fiscal Year	<u>PANEL A.</u> All Firms				<u>PANEL B.</u> Companies' 50 Percent Price Drops over Prior 24 Months			
	S&P 500 Industri-	S&P 500 Financial	Smaller Firms	New Economy	S&P 500 Industri- als	S&P 500 Financial	Smaller Firms	New Economy
1992	0.9%	0.0%	0.4%	9.2%	8.3%	0.0%	0.0%	29.4%
1993	0.4%	0.0%	1.8%	7.2%	0.0%	0.0%	13.6%	17.9%
1994	0.8%	0.0%	2.4%	2.3%	3.6%	0.0%	13.6%	10.0%
1995	0.4%	0.0%	2.9%	7.6%	0.0%	0.0%	20.6%	17.9%
1996	1.1%	1.6%	2.2%	10.6%	18.2%	0.0%	10.4%	23.7%
1997	0.0%	0.0%	1.6%	16.4%	0.0%	0.0%	7.7%	35.7%
1998	1.3%	2.9%	3.3%	12.2%	7.5%	10.0%	7.1%	23.1%
1999	0.3%	1.4%	1.2%	3.3%	0.0%	0.0%	1.5%	6.7%
2000	0.3%	0.0%	0.5%	0.4%	1.4%	0.0%	1.1%	0.6%

Note: Data are from S&P's ExecuComp database. S&P 500 excludes financial services (SIC codes 6000–6999) and utilities (4900–4999). Smaller firms are those in S&P's MidCap 400 and SmallCap 600. New economy firms defined as companies with primary SIC codes 3570, 3571, 3572, 3576, 3577, 3661, 3674, 5045, 5961, 7370, 7371, 7372, and 7373. Panel B is based on a subsample with fiscal-year closing stock prices less than 50 percent of the (split-adjusted) high price over the twenty-four months preceding the fiscal closing.

Tabelle 4: Firmen, die Aktienoptionen neu bewerten (vgl. Murphy, 2002, S. 861)

Tabelle 4 zeigt das Auftreten von Optionsneubewertungen in verschiedenen Firmengruppen von 1992 bis 2000. Die linke Tabelle zeigt wie viel Prozent der Firmen Optionen neu bewertet haben, unabhängig von der Unternehmensleistung. Die rechte Tabelle zeigt die Häufigkeit von Optionsneubewertungen für Firmen, die Aktienkursverluste von mindestens 50% innerhalb der vorangegangenen 24 Monate erlitten hatten (vgl. Murphy, 2002, S. 861).

Drei Feststellungen ergeben sich daraus. Erstens, mit ein paar Ausnahmen bewerten kleinere Firmen und „New-Economy“-Firmen öfter Optionen neu als S&P 500-Firmen. Zweitens, waren kleinere Firmen und „New-Economy“-Firmen bis 1999 nicht abgeneigt, nach Kursverlusten Optionen neu zu bewerten. Drittens, trotz des Abschwungs beginnend im Frühjahr 2000, verschwanden Neubewertungen von Optionen unter kleinen Firmen und „New-Economy“-Firmen nahezu, den Veränderungen der Bilanzierungsregeln von Dezember 1998 folgend (vgl. Murphy, 2002, S. 861f).

Murphy (2002) hätte eine Eskalation der Preisanpassungen in kleinen Firmen und „New Economy“-Firmen als Folge des Marktabschwungs erwartet. Das fast voll-

ständige Verschwinden von Preisanpassungsprogrammen sei ein starkes Anzeichen für die Bedeutung der Erwägungen in Bezug auf Bilanzen bei Vergütungsentscheidungen (vgl. Murphy, 2002, S. 862).

### **2.7.3 Implikationen**

#### **2.7.3.1 Markt-Indexierte Optionen**

BFWs (2002) primärer Nachweis für die „Managerial Power“-Sichtweise sei, dass Optionen nicht an allgemeine Marktschwankungen angepasst werden. Die theoretische Motivation für die Vergabe von indexierten Optionen würde auf relativer Leistungsbeurteilung für risikoscheue Angestellte beruhen. Je nach Ausmaß, in dem Firmenaktienrenditen durch allgemeine, marktweite Schocks beeinflusst werden, könne eine Entlohnung beruhend auf relativen Leistungen das „Rauschen“ in den Erfolgsmessgrößen reduzieren, ohne dabei die Anreize zu beeinträchtigen (vgl. Murphy, 2002, S. 862).

Das Argument für relative Leistungsbeurteilung ließe sich aber nicht durch Instrumente mit Optionscharakter umsetzen, die nur dann Auszahlungen einbringen, wenn die Leistungen den Markt übertreffen. Diese Instrumente würden den Empfängern ein zusätzliches Risiko auferlegen, denn das Risiko einer Nullzahlung sei höher als bei konventionellen Optionen. Die Wahrscheinlichkeit, dass eine bestimmte Aktie Profite einbringt, die über einem wertgewichteten Index liegen, sei weit unter 50%. Dagegen würde eine typische, nicht indexierte Zehn-Jahres-Option in mehr als 80% der Zeit im Geld ablaufen (vgl. Murphy, 2002, S. 862f).

#### **2.7.3.2 Einheitliche Ausübungspreise**

Aktienoptionen können zu Ausübungspreisen über, unter oder gleich dem Marktpreis am Vergabetag ausgegeben werden. In Praxis werden Ausübungspreise fast immer gleich dem Marktpreis am Vergabetag gesetzt (vgl. Murphy, 2002, S. 863).

Nach der „Managerial Power“-Sichtweise werden nahezu einheitliche Ausübungspreise gleich dem Marktwert am Vergabetag gesetzt, da Manager keine Ausübungspreise wollen, die für Aktionäre Wert maximierend sind, sondern für sich

selbst. Manager würden den niedrigst möglichen Ausübungspreis erhalten wollen, der mit anderen Beschränkungen vereinbar ist, und dieser sei der Marktwert (vgl. Bebchuk, Fried und Walker, 2002, S. 70f).

Diese Praxis sei laut Murphy (2002) leichter erklärt, wenn man den Wert und die wahrgenommenen Kosten von Aktienoptionen, die an Mitarbeiter vergeben werden, versteht. Aus der Sicht des Unternehmens sind die wahrgenommenen Kosten der Gewährung von Optionen im Geld, also mit einem Ausübungspreis unter dem Marktpreis am Vergabetag, beträchtlich höher als die wahrgenommenen Gewährungskosten von Optionen aus dem Geld, also mit einem Ausübungspreis höher als der Marktpreis. Optionen im Geld verursachen buchmäßige Aufwände, die aus der Differenz zwischen dem Marktpreis und dem Ausübungspreis bestehen (vgl. Murphy, 2002, S. 863).

Außerdem dürften Optionen, um als leistungsorientierte Vergütung zu gelten, nicht im Geld vergeben werden, da laut Paragraph 162 (m) des Internal Revenue Code (Hauptbestandteil des US-Bundessteuergesetzes) nicht-leistungsorientiertes Einkommen über einer Million Dollar als unangemessen betrachtet wird und daher nicht als Vergütungsaufwand verbucht werden darf. Ähnlich wären steuerbegünstigte Anreiz-Aktienoptionen (Incentive Stock Options, ISOs), die Ausübungspreise gleich dem Marktpreis am Vergabetag haben müssen (vgl. Murphy, 2002, S. 863f).

Manager würden Optionen mit niedrigeren Ausübungspreisen bevorzugen. Risikoscheue, undiversifizierte Manager würden eine kleinere Anzahl an Optionen mit einem niedrigeren Ausübungspreis einer größeren Anzahl mit höherem Ausübungspreis vorziehen (vgl. Murphy, 2002, S. 864).

Werden Optionen zusätzlich zu bestehenden Vergütungsverträgen vergeben, ohne bedeutende Einschnitte in anderen Einkommensbestandteilen, so wäre die größte Anreizwirkung erreicht durch Setzen der Ausübungspreise nahe oder gleich dem Marktpreis bei der Vergabe. Werden sie ohne Einkommenskürzungen vergeben, so seien die Anreizwirkungen maximiert, wenn die Ausübungspreise unter dem Marktpreis angesetzt würden. Daher sei es optimal, wenn Ausübungspreise gleich oder unter den Marktpreisen gesetzt würden. Dies sein zwar nicht eingängig, da

angenommen wird, dass Aktienkurse mit der Zeit steigen, dennoch hätten Personalwirtschaftsfachleute lange Zeit die Meinung vertreten, dass Anreizpläne am effektivsten sind, wenn zumindest teilweise Auszahlungen wahrscheinlich sind (vgl. Murphy, 2002, S. 864).

Aus der Sicht der Angestellten seien also Optionen am oder im Geld am wertvollsten, für die Arbeitgeber seien Optionen am oder aus dem Geld am kostengünstigsten. Die Folge daraus sei, dass Optionen am Geld emittiert werden, also mit Ausübungspreisen gleich dem Marktpreis (vgl. Murphy, 2002, S. 864).

### **2.7.3.3 Erneutes Festsetzen des Ausübungspreises**

Aus dem Geld gelaufene Optionen würden von undiversifizierten Empfängern als wertlos betrachtet werden, da risikoaverse Individuen Auszahlungen mit geringer Eintrittswahrscheinlichkeit diskontieren. Aufsichtsräte, die Angestellte im Dienst behalten wollen und die fälschlicherweise die Kosten der Neuausgabe als niedrig empfinden, würden dazu tendieren, Optionen neu zu bewerten, wenn Kurse fallen. Diese empfundenen Kosten wären, wie schon erwähnt, nach der Einführung von Buchhaltungskosten bei Optionsneubewertung im Dezember 1998 gestiegen, was das beinahe Verschwinden von Neubewertungen nach diesem Jahrzehnt erklären würde (vgl. Murphy, 2002, S. 864f).

BFW (2002) betonen zwei „Puzzle“ in Bezug auf Neubewertungspraktiken. Erstens, dass Optionen nur nach Marktabschwüngen neu bewertet werden, nicht aber nach Marktaufschwüngen, und zweitens, dass die Neubewertungspraktiken, mit denen Manager rechnen, die Anreize für die Manager ex-ante verzerren (vgl. Murphy, 2002, S. 865).

Laut Murphy (2002) kann das erste Puzzle durch risikoscheue Beschäftigte erklärt werden, die das Risiko von Marktabschwüngen und Aufschwüngen asymmetrisch bewerten. Das zweite Puzzle sei am besten verstanden, wenn man vermerkt, dass die meisten Optionen an Manager auf unteren Ebenen vergeben werden, die keine Entscheidungen treffen, die Aktienkurse beeinflussen. In den 1990ern hätten viele

Firmen Optionen für alle Beschäftigten außer für die höchsten fünf neu bepreist (vgl. Murphy, 2002, S. 865).

#### **2.7.3.4 Die Freiheit, Anreize aufzulockern**

BFW (2002) behaupten, Firmen würden überraschend wenig Schritte unternehmen, um Manager davon abzuhalten, die Anreize, die durch die Vergabe von Optionen und gebundenen Aktien entstehen, aufzulockern, und sehen das als Bestätigung für die „Managerial Power“-Sichtweise. Diese Behauptung sei laut Murphy (2002) übertrieben, da Spitzenmanager formellen und informellen Richtlinien für den Aktienbesitz unterliegen, die ihre Fähigkeit einschränken, sich gegen das Risiko des Wertpapierbesitzes abzusichern. Es sei zwar möglich, das Risiko aus dem Besitz ungebundener Aktien aufzulockern, aber weit schwieriger, sich gegen das Risiko von Optionen und gebundenen Aktien zu sichern, da diese Wertpapiere vom Handel und von Leerverkäufen ausgeschlossen sind (vgl. Murphy, 2002, S. 865).

Würden Optionen nicht zur Schaffung von Anreizen vergeben, sondern weil sie als günstigen Weg angesehen werden, Angestellte zu bezahlen, und wenn die Empfänger das Risiko vernünftig einschätzen, sei es nicht überraschend, dass Firmen Managern erlauben, ihr Risiko zumindest teilweise durch persönliche Portfolioentscheidungen abzumildern. Daher sei das Erlauben teilweiser Risikominderung vereinbar mit der „Perceived-Cost“-Sichtweise der Managervergütung (vgl. Murphy, 2002, S. 866).

#### **2.7.3.5 Reload-Optionen**

Bei Ausübung von Reload-Optionen erhält der Angestellte zusätzliche Optionen mit einem Ausübungspreis, der dem Marktpreis bei Ausüben der ursprünglichen Optionen gleicht. Die Anzahl der neuen Optionen entspricht der Anzahl der Aktien, die zur Bezahlung des Ausübungspreises verkauft wurden, plus der Anzahl an Aktien, die zur Bezahlung der persönlichen Einkommenssteuer, die durch den Ertrag entstanden ist, verkauft wurden (vgl. Murphy, 2002, S. 866).

Reload-Optionen seien für risikoscheue Optionshalter attraktiv, die durch Optionen Erträge erwirtschaften wollen ohne den zukünftigen Wert der Optionen durch frühes Ausüben verfallen zu lassen. Die ökonomischen Kosten der Vergabe von Reload-Optionen seien hoch, aber die empfundenen Kosten seien niedrig, weil das Unternehmen keinen Geldabfluss oder buchmäßige Kosten verzeichnen muss. Daher sei die Bereitstellung von Reload-Optionen im Einklang mit der „Perceived Cost“-Sichtweise (vgl. Murphy, 2002, S. 866).

#### **2.7.3.6 Internationale Unterschiede in den Vorstandsvorsitzendeneinkommen**

US-amerikanische CEOs erhalten wesentlich höhere Einkommen als Vorstandsvorsitzende in anderen Ländern, selbst wenn Firmengröße, Wirtschaftszweig und andere umwelt- und managerbedingte Merkmale berücksichtigt werden. Die Unterschiede in den Vergütungspraktiken seien großteils durch die Vergütung durch Aktienoptionen erklärt, die in den USA viel intensiver genutzt wird (vgl. Murphy, 2002, S. 866).

Daten zu europäischen Unternehmen in Verbindung mit der „Perceived Cost“-Sichtweise würden darauf hindeuten, dass Optionen in den Vereinigten Staaten als weniger teuer aufgefasst werden als anderswo. Unternehmen in den USA müssen keine buchmäßigen Kosten bei Optionsvergabe erfassen und erhalten bei Ausübung der Optionen einen Steuervorteil (vgl. Murphy, 2002, S. 866).

In Europa werden Optionen nur dann steuerlich wirksam, wenn sie auch buchmäßig erfasst werden. Verbuchen Unternehmen aktienbasierte Vergütungen als Aufwand, müssen sie dafür auch Kosten in den Bilanzen aufnehmen. Diese steuerlichen und buchhaltungstechnischen Unterschiede könnten helfen zu erklären, warum Aufsichträte in den USA großzügiger sind als ihre Kollegen in anderen Ländern. Diese Indizien würden zwar nicht ganz die internationalen Unterschiede in den Vorstandsvorsitzendeneinkommen erklären, wären aber konsistent mit der „Perceived-Cost“-Sichtweise der Managervergütung (vgl. Murphy, 2002, S. 866f).

#### **2.7.4 Lösungen**

Nach der „Perceived Cost“-Sichtweise beruhen Vergütungsentscheidungen auf den wahrgenommenen Kosten anstatt auf den viel höheren ökonomischen Kosten von Mitarbeiteroptionsprogrammen. Daher würden zu viele Optionen an zu viele Leute vergeben werden (vgl. Murphy, 2002, S. 867).

Die ökonomischen Kosten eines Optionsscheines sind die Opportunitätskosten, also der Betrag, den das Unternehmen aufbringen könnte, würde es die Option an einen außenstehenden Investor verkaufen. Erhält ein Manager gebundene Aktien, verstehe das Unternehmen den Marktpreis als die Kosten der Vergabe. Da es aber keinen Markt für Wertpapiere, die jenen ähneln, die an Mitarbeiter vergeben werden, gibt, seien die Opportunitätskosten nicht offensichtlich. Die Black-Scholes-Formel würde zwar einen theoretischen Schätzwert für die Opportunitätskosten von an Managern vergebenen Aktienoptionen liefern, dieser wäre aber höher als die empfundenen Kosten der Vergabe und als der Wert der Optionen aus der Sicht von risikoscheuen, undiversifizierten Empfängern (vgl. Murphy, 2002, S. 867).

Lösungen hierfür wären Heilpädagogik zu Opportunitätskosten für Manager, Buchhalter, Analysten und Personalfachkräfte. Eine direktere, aber umstrittene Lösung würde die Auferlegung einer Buchführungsbelastung für Aktienoptionen darstellen. Dies würde die Verbreitung von Optionsprogrammen auf breiter Basis einbremsen und Firmen dazu bringen, Aktienoptionen nur mehr an Manager der obersten Ebene zu vergeben, deren Handlungen die Aktienkurse direkt beeinflussen können (vgl. Murphy, 2002, S. 867f).

### **3 Finanzkrise**

Die Finanzkrise von 2008 und die darauf folgende globale Rezession heizten die Debatte um die Rolle der Managervergütungen in großen Finanzinstitutionen an. Kritiker sahen die Vergütungsvereinbarungen der Banken als Auslöser der Krise und behaupteten, diese hätten in vielen Finanzinstitutionen Individuen ermutigt, zu riskante Geschäfte einzugehen (vgl. Conyon, 2012, S. 389).

Seit 2008 stiegen das öffentliche Interesse und auch die öffentliche Empörung zum Thema Managereinkommen. Dafür gibt es drei Gründe. Erstens, erhielten Banker großzügige Bonuszahlungen zur selben Zeit als ihre Firmen beträchtliche Ausgleichszahlungen seitens der Regierung bekamen. Zweitens wurde vermutet, dass die Vergütungsvereinbarungen bei Banken zu abwegigen Anreizen führten, die übermäßige Risikobereitschaft förderten und die zur Finanzkrise führten. Drittens gab es Empörung darüber, wie unterschiedlich die Finanzkrise jene in der Wall Street und jene in der Main Street getroffen hatte. Während es in der Main Street steigende Arbeitslosigkeit und fallende Löhne gab, schien es in der Wall Street, als wären die Banker immun gegen die Krise. Die öffentliche Empörung bewegte Gesetzgeber dazu, Managervergütungen zu regulieren (vgl. Conyon, 2012, S. 390f).

### **3.1 Dodd-Frank Act 2010**

Im Juli 2010 unterzeichnete Präsident Obama den „Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act“, auch bekannt als „Dodd-Frank Act“, der die Regulierung im Finanz- und nicht-finanziellen Sektor ausdehnt. Er schreibt regelmäßige Aktionärsabstimmungen über die Managementvergütungen zumindest alle drei Jahre vor und dass die Mitglieder des Vergütungskomitees unabhängig sind, wobei jegliche Art der Vergütung in Betracht gezogen wird. (vgl. Conyon, 2012, S. 397f).

Die Offenlegungsvorschriften, die das Managereinkommen und die Einkommen der übrigen Angestellten betreffen, wurden erweitert. Seither müssen erstens der Median der jährlichen Gesamteinkommen aller Beschäftigten außer dem CEO offenbart werden, zweitens die jährliche Gesamtvergütung des CEO, und drittens das Verhältnis der Summe der Mitarbeitergehälter zur Gesamtvergütung des CEO (vgl. Conyon, 2012, S. 398).

Dadurch sollen Aktionäre, Investoren und politische Entscheidungsträger mehr Informationen über die Verteilung der Einkommen innerhalb einer Firma erhalten (vgl. Conyon, 2012, S. 398).



### **3.2 Financial Crisis Inquiry Commission (FCIC) 2011**

Aufgabe der FCIC war es, die Ursachen der Finanz- und Wirtschaftskrise in den Vereinigten Staaten zu ergründen. Die Kommission kam zu dem Schluss, dass die Krise vermeidbar gewesen wäre und dass sie durch die Handlungen, Untätigkeiten und Fehler jener im Finanzsystem verstärkt wurde, die nicht in der Lage waren, ein Risikomanagement angemessen zu betreiben (vgl. Conyon, 2012, S. 396).

Die Kommission stellte fest, dass die Einkommen im Finanzsektor in den 1980ern begannen, die Einkommen im Nichtfinanzsektor zu übertreffen (vgl. Conyon, 2012, S. 396).

Die Verwendung von Aktienoptionen und anderer leistungsbasierter Vergütungen sah die Kommission sehr kritisch, da diese für Anreize gesorgt hätten, hohe Risiken einzugehen und sich auf kurzfristige Erfolge zu fokussieren (vgl. Conyon, 2012, S. 396f).

Der Bericht gibt aber auch an, dass die Missstände in den Vergütungsvereinbarungen systemisch waren und dass die Betroffenen nicht in der Lage waren, diese zu ändern (vgl. Conyon, 2012, S. 397).

Da der Bericht der FCIC sehr viele mögliche Ursachen für die Finanzkrise angibt, ist es sehr schwierig zu beurteilen, wie viel Gewicht den Missständen in den Manager- und Banker-Vergütungsvereinbarungen zuzuschreiben ist (vgl. Conyon, 2012, S. 397).

Die Kommission hatte zehn Mitglieder, wovon nur sechs für den Bericht stimmten, die anderen vier waren dagegen. Diese sahen nicht die Vergütungsvereinbarungen, sondern zehn unterschiedliche Faktoren als Hauptursachen der Krise. Diese waren eine Kreditblase, eine Immobilienblase, nicht traditionelle Hypothekarkredite, Bonitätsprüfungen und Absicherung durch Verbriefung, korrelierte Risiken der Finanzinstitute, Verschuldungsgrad und Liquiditätsrisiken, das Risiko der Ansteckung, allgemeine makroökonomische Schocks, ein ernsthafter Finanzschock

und der Finanzschock, der eine wirtschaftliche Krise in der Realwirtschaft verursachte (vgl. Conyon, 2012, S. 397).

## **4 Empirische Analyse**

### **4.1 Der Datensatz**

Beim untersuchten Datensatz handelt es sich um einen Standard & Poor's CompuStat ExecuComp Datensatz, der 19.552 Zeilen und Daten zu 7.896 US-amerikanischen Firmen enthält. Er beinhaltet Variablen, die das Einkommen, das Geschlecht, das Alter und den Ausbildungsgrad US-amerikanischer Vorstandsvorsitzender angeben, sowie dazu gehörige Firmenkennzahlen. Er erstreckt sich über den Zeitraum 1996 bis 2008. Es handelt sich um einen unausgewogenen Panel-Datensatz mit vielen fehlenden Werten und mehrfachen Jahresbeobachtungen innerhalb der Firmen.

Die betrachteten Variablen sind „total compensation“, (Gesamtvergütung), „total assets“ (gesamtes Anlagevermögen), „sales“ (Verkäufe), „employment“ (Anzahl der Beschäftigten), „market value of equity“ (Marktkapitalisierung), „profit/loss before taxes“ (Gewinn/Verlust vor Steuern), „net income“ (Nettoeinkommen) und „age“ (Alter des CEO). Weiters wurden Dummy-Variablen betrachtet, die das Geschlecht („feminin“) und den Ausbildungsgrad der Individuen widerspiegeln („Bachelor“, „Masters“, „MBA“ und „PhD“).

Die Variablen „sales“, „total assets“, „market value of equity“, „profit/loss before taxes“ und „net income“ sind im Datensatz in Tausendern angegeben.

Die Variable „Tobins Q“ ist eine Annäherung an das Tobin'sche Q, und wurde berechnet als das Verhältnis der Variablen „market value of equity“ und „total assets“, also das Verhältnis von Marktkapitalisierung und Wert der Anlagen. Sie dient als Maß dafür, ob ein Unternehmen überbewertet ist gemessen an der Marktkapitalisierung im Verhältnis zum Wiederbeschaffungswert der Anlagen (siehe Tobin, 1969, S. 21; Wernerfelt und Montgomery, 1988, S. 247).

„Profit1“ ist das Verhältnis der Variablen „profit/loss before taxes“ und „total assets“, „Profit2“ ist das Verhältnis der Variablen „net income“ und „total assets“. Diese Variablen dienen als Maße für die Profitabilität des Unternehmens.

## 4.2 Zusammenfassende Statistiken

Jahr/Var.	mittlere Eink. (\$)	Median-Eink. (\$)	Verkäufe (Mio. \$)	Anlagen (Mio. \$)	Marktkap. (Mio. \$)	CEO-Alter	Frauen (%)	# Firmen
<b>2000</b>	308.113	250.000	73	160	36	51,2	0,73	284
<b>2001</b>	342.908	214.700	139	491	6.060	52,7	3,49	331
<b>2002</b>	762.223	316.637	1.490	2.150	2.550	53,3	2,07	518
<b>2003</b>	922.432	363.196	1.580	2.290	3.010	54,5	2,40	578
<b>2004</b>	1.385.888	552.096	1.960	4.150	4.470	53,8	2,58	4.928
<b>2005</b>	980.247	404.385	1.100	983	1.260	54,7	2,82	611
<b>2006</b>	2.260.769	890.605	2.200	3.010	3.130	54,4	2,45	4.636
<b>2007</b>	3.075.391	1.221.206	2.960	4.340	3.940	54,4	3,19	3.259
<b>2008</b>	3.193.431	1.044.784	4.090	5.950	4.100	57,8	1,38	513
<b>'96 – '08</b>	1.960.721	670.667	2.100	3.420	3.680	54,1	2,59	7.896

Tabelle 5: Mittelwerte und Mediane der CEO-Gesamteinkommen, Mittelwerte der Variablen Verkäufe, Anlagen, Marktkapitalisierung und Alter der CEOs, Frauenanteil in %, Anzahl der Firmen (eigene Darstellung aufgrund des analysierten Datensatzes)

Die Tabelle oben zeigt mittlere und mediane Einkommen der CEOs im untersuchten Datensatz (Spalten zwei und drei), aufgeschlüsselt nach den Jahren und für den gesamten Beobachtungszeitraum (letzte Zeile). Die Spalten vier bis sechs geben Mittelwerte der Variablen „sales“ (Verkäufe), „assets“ (gesamtes Anlagevermögen) und „market value of equity“ (Marktkapitalisierung) an. Die Spalten sieben und acht geben das Durchschnittsalter der CEOs („age“) und den Anteil weiblicher CEOs in Prozent, an. Die Spalte neun gibt die Anzahl der Firmen an.

Die mittleren Einkommen im Datensatz steigen zwischen den Jahren 2000 und 2004 von ungefähr \$ 300.000,- auf nahezu \$ 1,4 Millionen. Wie auch in der Grafik unten zu sehen, ist für das Jahr 2005 ein Sinken der Einkommen zu beobachten. Bereits im nächsten Jahr waren aber die Einkommen höher als vor dem Rückgang und sie stiegen danach kontinuierlich an. Im Jahr 2008 lagen die Durchschnittseinkommen bei fast \$ 3,2 Millionen. Über den gesamten Untersuchungszeitraum lag das mittlere Einkommen der CEOs im Datensatz bei knapp zwei Millionen US-Dollar.

Die Variablen Verkäufe, Anlagen und Marktkapitalisierung zeigen mehrheitlich Aufwärtstrends mit Ausnahmen für die Jahre 2002 für die Marktkapitalisierung und 2005 für alle drei Variablen.

Das Alter der CEOs liegt im Durchschnitt zwischen 51,2 und 57,8 Jahren. Das Durchschnittsalter im gesamten Beobachtungszeitraum liegt bei 54,1 Jahren.

Der Anteil der Frauen in den Stichproben ist eher klein und bewegt sich zwischen 0,73% für das Jahr 2000 und 3,49% für 2001.

Die Anzahl der Firmen pro Jahr variiert sehr stark. Sie reicht von 284 Firmen für das Jahr 2000 bis zu 4.928 Firmen für 2004.

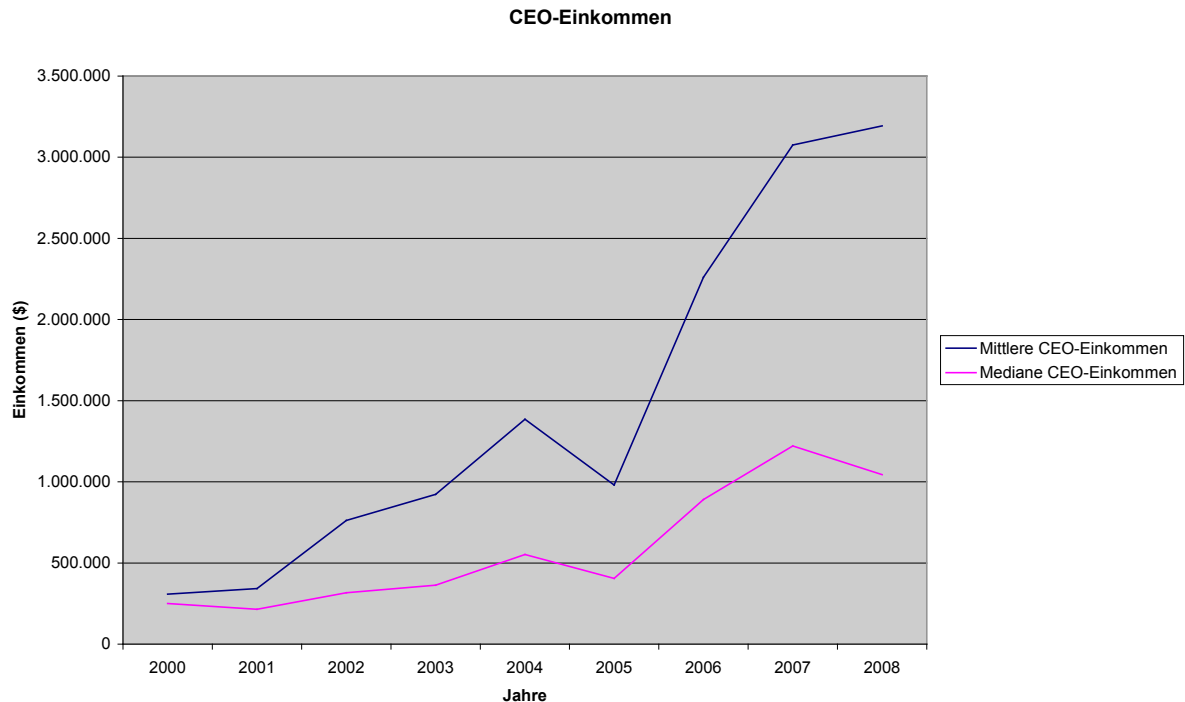


Abbildung 7: Mittlere und Medianeinkommen der CEOs (eigene Darstellung aufgrund des analysierten Datensatzes)

Die blaue Kurve in Abbildung 7 zeigt die mittleren Einkommen, die rote Kurve zeigt die Medianeinkommen im Datensatz. Die Mediane liegen durchwegs deutlich unter den mittleren Einkommen, was sich aus einer Charakteristik der Verteilung der Managereinkommen herleitet, und zwar, wie weiter oben schon erwähnt, dass nur wenige Manager relativ hohe Einkommen beziehen.

Im Jahr 2008 lag das Medianeinkommen laut diesem Datensatz bei rund einer Million US-Dollar. Das Medianeinkommen im gesamten Datensatz liegt bei zirka \$ 670.000,-

Da der untersuchte Datensatz Daten zu 7.896 Firmen angibt und somit weit mehr als nur die Firmen, die im S&P 500-Index enthalten sind, ergibt sich ein anderes Bild als in Abbildung 2. Durch die wesentlich größere Anzahl an Firmen liegen die mittleren und die Medianeinkommen der CEOs unter den Werten der S&P 500. Der Rückgang der Märkte und der Dot-Com-Crash, die sich ab dem Jahr 2000 unter anderem auch durch sinkende CEO-Einkommen unter den S&P 500-Firmen bemerkbar machten, scheinen in einem wesentlich größeren Datensatz keine so deutlichen Auswirkungen gehabt zu haben. .

### 4.3 Modellspezifikation und Erwartungen

Bei der Erklärung der Managereinkommen mittels Regressionen werden in der Literatur als funktionale Form die Logarithmen der Variablen benutzt, da der Erklärungsgehalt der Regressionen wesentlich höher ist und sie das Problem der Heteroskedastizität – sollte sie in den Regressionsgleichungen vorliegen - mildern oder sogar lösen können. Deswegen wurde auch hier diese Form gewählt.

Es wird angenommen, dass das Gesamteinkommen der Manager von der Unternehmensgröße, von der Profitabilität des Unternehmens, von der Bewertung der im Umlauf befindlichen Wertpapiere in Bezug auf das Anlagevermögen, sowie von personenspezifischen Eigenschaften der Manager wie Alter, Geschlecht und Ausbildungsgrad, abhängt.

Die abhängige Variable in den Regressionsgleichungen ist somit der Logarithmus der Variable „total compensation“, definiert als die Summe aus Grundgehalt, Bonus und Einnahmen aus langfristigen Vergütungsprogrammen. Diese soll erklärt werden durch die Logarithmen der Variablen „sales“ als Maß für Unternehmensgröße, „Tobins Q“ als Maß für Unternehmensbewertung, „profit1“ und „profit2“ als Maße für die Profitabilität (wobei hier keine Logarithmen berechnet wurden, da diese Variablen auch negative Werte aufweisen), „age“, welche das Alter der Manager angibt, sowie durch die Dummy-Variablen „feminin“ und durch die Ausbildungs-Dummys.

Die Modellspezifikation für die Querschnittsregressionen ist

$$\text{Log}(\text{Gesamteinkommen}_i) = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{Verkäufe}_i) + \beta_2 \text{Log}(\text{Tobins } Q_i) + \beta_3 (\text{Profit1}_i) + \beta_4 \text{Log}(\text{Alter}_i) + \beta_5 (\text{Bachelor}_i) + \beta_6 (\text{MBA}_i) + \beta_7 (\text{PhD}_i) + \beta_8 (\text{weiblich}_i) + u_i$$

und für die ungeteilte Stichprobe

$$\text{Log}(\text{Gesamteinkommen}_{it}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{Verkäufe}_{it}) + \beta_2 \text{Log}(\text{Tobins } Q_{it}) + \beta_3 (\text{Profit1}_{it}) + \beta_4 \text{Log}(\text{Alter}_{it}) + \beta_5 (\text{Bachelor}_{it}) + \beta_6 (\text{MBA}_{it}) + \beta_7 (\text{PhD}_{it}) + \beta_8 (\text{weiblich}_{it}) + u_{it},$$

wobei  $i$  der Index für die CEOs ist und  $t$  der Zeitindex.

Es wird erwartet, dass die Variable „sales“ einen positiven Einfluss auf das Einkommen hat, da, wie oft in der Literatur gezeigt, in der Regel größere Unternehmen auch höhere Vergütungen vergeben.

Da das Tobin'sche Q das Verhältnis von Marktkapitalisierung und Wert des Anlagevermögens angibt, und das Einkommen der Manager zum großen Teil aus Vergütungen auf Wertpapierbasis besteht, ist zu erwarten, dass ein höheres Tobin'sches Q mit einem höheren Einkommen verbunden ist, weshalb die Koeffizienten positiv sein sollten.

Da die Variablen „profit1“ und „profit2“ sowohl positive als auch negative Werte aufweisen, kann der Einfluss dieser Variablen positiv oder negativ sein, das erwartete Vorzeichen des Koeffizienten ist also unklar.

Im Allgemeinen steigt das Einkommen mit dem Lebensalter. Deswegen wird für die Variable „age“ ein positiver Einfluss erwartet.

Da weibliche Angestellte in vielen Fällen ein niedrigeres Einkommen als ihre männlichen Kollegen haben, ist zu erwarten, dass die Variable „feminin“, sollte sie statistisch signifikant sein, ein negatives Vorzeichen hat.

Der erwartete Einfluss der Variablen, die den Ausbildungsgrad angeben, ist nicht klar, sollte aber positiv sein, da in den meisten Fällen ein (höherer) akademischer Titel mit einem höheren Einkommen zu assoziieren ist, was aber nicht zwingend notwendig ist.

Ansonsten wurden Variablen, die Wachstum anzeigen, wie zum Beispiel der Anstieg der Umsätze im Vergleich zum Vorjahr, berechnet und als erklärende Variablen herangezogen. Weiters wurden Interaktionsvariablen sowie transformierte Variablen wie das Quadrat des Alters als mögliche erklärende Variablen genutzt, erwiesen sich aber allesamt als nicht signifikant.

Da innerhalb der Beobachtungen, die einer Firma zugeschrieben werden, mehrfache Angaben zu einem Beobachtungszeitpunkt vorliegen, konnte der Datensatz in Stata



nicht als Panel-Datensatz identifiziert werden, weswegen keine Panel-Regression durchgeführt werden konnte. Stattdessen wurde eine OLS-Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum, sowie neun Querschnittsregressionen zu den einzelnen Jahren, durchgeführt. Da die Anzahl der Beobachtungen zu den einzelnen Jahren stark variiert und zu den Jahren 1996 bis 1999 zu wenige Beobachtungen vorliegen, um eine Regression mit mehr als nur einer erklärenden Variablen schätzen zu können, beginnen die Querschnittsregressionen erst mit dem Jahr 2000.

Nach Durchführung der Querschnittsregressionen zu den Jahren 2006 und 2007, sowie nach der OLS-Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum stellte sich heraus, dass Whites Test für Heteroskedastizität die Null-Hypothese konstanter Varianz der Fehlerterme verwirft und auf Heteroskedastizität hinweist. Bei Vorliegen von Heteroskedastizität sind die geschätzten Koeffizienten nicht mehr effizient und es erhöht sich die Wahrscheinlichkeit, dass die berechneten Koeffizientenschätzer vom wahren Wert in der Grundgesamtheit abweichen.

Nach Meinung von Kohler und Kreuter (2008) tritt dieses Problem häufig auf, wenn die Verteilung der abhängigen Variable im Modell nicht symmetrisch ist (vgl. Kohler und Kreuter, 2008, S. 225). Zur Lösung dieses Problems wird von Kohler und Kreuter (2008) die Transformation der abhängigen Variable vorgeschlagen, um eine möglichst symmetrisch verteilte abhängige Variable zu erhalten. Nach Betrachtung eines SymmetriepLOTS der Variable „total compensation“ zeigt sich, dass die Variable stark linksschief verteilt ist. Für diesen Fall schlagen Kohler und Kreuter (2008) vor, die Quadratwurzel der abhängigen Variable zu verwenden. Im vorliegenden Fall hat sich dies aber nicht als Lösung bestätigt, Whites Test verwirft dennoch die Null-Hypothese konstanter Varianz der Fehlerterme (vgl. Kohler und Kreuter, 2008, S. 227).

Ein Grund der Heteroskedastizität können die Verkäufe großer Firmen sein, die eine größere Varianz aufweisen als die Residuen kleinerer Firmen. Für diesen Fall bieten Kohler und Kreuter (2008) die Inverse der abhängigen Variable an, was aber auch nicht zur Beseitigung der Heteroskedastizität führte (vgl. Kohler und Kreuter, 2008, S. 239).

Nach Recherchen im Internet stellte sich die Schätzung von Regressionen mit Heteroskedastizität robusten Standardfehlern als beste Lösung heraus. Die Regressionsgleichungen, in denen Whites Test auf Heteroskedastizität hinweist, wurden erneut mit Huber-White Standardfehlern geschätzt, die bei der Berechnung die Abhängigkeit von Beobachtungen innerhalb der Firmen berücksichtigen.

#### 4.4 Ergebnisse Querschnittsregressionen 2000 – 2008 und gesamter Zeitraum

Variable/Jahr	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	'96 – '08
							robust	robust		robust
<b>log_sale</b>	0,08* (0,02)	0,11* (0,02)	0,26* (0,02)	0,26* (0,02)	0,31* (0,01)	0,23* (0,02)	0,32* (0,01)	0,35* (0,01)	0,36* (0,02)	0,32* (0,01)
<b>log_TobinsQ</b>			0,15* (0,03)	0,07*** (0,04)	0,10* (0,02)	0,10** (0,04)	0,13* (0,012)	0,11* (0,02)	0,08*** (0,05)	0,10* (0,01)
<b>profit1</b>	0,08* (0,02)				-0,004** (0,002)			-0,03* (0,01)		-0,004*** (0,002)
<b>log_age</b>	0,59** * (0,30)				0,18*** (0,10)		0,20*** (0,12)	0,46* (0,16)		0,42* (0,10)
<b>bachelor</b>					-0,11* (0,04)			0,13* (0,05)		0,10* (0,03)
<b>mba</b>			-0,49** (0,16)				0,22* (0,05)	0,21* (0,06)	0,37** (0,18)	0,2* (0,04)
<b>phd</b>										0,24* (0,08)
<b>fem</b>				-0,55*** (0,29)						
<b>constant</b>	8,76* (1,19)	10,65* (0,26)	8,27* (0,28)	8,30* (0,30)	6,97* (0,43)	9,04* (0,32)	6,97* (0,48)	5,35* (0,67)	6,99* (0,43)	5,87* (0,39)
<b>N</b>	217	324	494	517	3.378	518	4.837	3.106	442	11.136
<b>R<sup>2</sup></b>	23%	11%	40%	35%	43%	25%	42.6%	43.7%	39.3%	41.05%

Tabelle 6: Regressionsergebnisse, Abhängige Variable: log\_comp (Logarithmus der Gesamteinkommen); (eigene Darstellung aufgrund des analysierten Datensatzes)

Die Tabelle oben zeigt die Ergebnisse der Querschnittsregressionen zu den einzelnen Jahren sowie die Ergebnisse der OLS-Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum. Die Zahlen in Klammern geben die Standardfehler an. Ein Stern neben dem Koeffizienten bedeutet Signifikanz der t-Teststatistik bei 1% Irrtumswahrscheinlichkeit, zwei Sterne bedeutet Signifikanz bei 5% und drei bedeuten Signifikanz bei 10% Irrtumswahrscheinlichkeit.

Die F-Teststatistiken der Regressionen wiesen durchwegs einen p-Wert (p-value) von Null auf, was zeigt, dass die Null-Hypothese, dass die erklärenden Variablen gemeinsam nicht signifikant von Null verschieden sind, abgelehnt werden kann.

Nach allen Regressionen wurden zur Erkennung möglichen Vorliegens von Multikollinearität die „variance inflation factors“ (VIF) berechnet. Der  $VIF_k$  ist definiert als  $1/(1-R^2_k)$ , wobei  $R^2_k$  das Bestimmtheitsmaß der k-ten Hilfsregression ist. Bei den Hilfsregressionen werden die unabhängigen Variablen aufeinander regressiert, um das Ausmaß der Abhängigkeit untereinander zu bestimmen. In der Literatur findet man oft Daumenregeln, ab welchem Wert ein VIF auf Multikollinearität hindeutet. Die berechneten VIF-Werte lagen aber alle weit unter den Werten, die auf ein Problem mit Multikollinearität hinweisen.

Bei der Verwendung von logarithmierten Variablen als funktionale Form sind die geschätzten Koeffizienten als Elastizität der abhängigen Variable bezogen auf die unabhängigen Variablen zu interpretieren. Im Falle der Variable „sales“ in der Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum bedeutet dies, dass eine Änderung in „sales“ um 1% eine Änderung in „total compensation“ um 0.32% zur Folge hat. Die Variable „sales“ ist in allen Regressionsgleichungen statistisch signifikant auf dem 1%-Niveau und weist – wie erwartet – in allen Gleichungen durchwegs positive Koeffizienten auf. Dies bedeutet, dass Firmen, die höhere Umsätze aufweisen, auch höhere Einkommen an die ihre CEOs auszahlen.

In ihrer Arbeit von 2005 zeigen Bebchuk und Grinstein, dass zwischen 1993 und 2003 die durchschnittliche Größe der S&P 500-Firmen, gemessen an den Verkäufen, um 40 % gestiegen ist. Um zu analysieren, in welchem Ausmaß sich die Vergütungsniveaus während dieses Zeitraumes nach Berücksichtigung der Veränderungen der Firmencharakteristiken verändert haben, schätzen sie eine Panel-Regression für die S&P 1500, bei der sie die Logarithmen der Managervergütungen durch den Logarithmus der Verkäufe der jeweiligen Firmen, sowie durch einige andere Variablen, erklären (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 5).

Die Elastizität der Verkäufe in Bezug auf die Managervergütungen für den Zeitraum 1993 – 2003 beträgt 0,138 (vgl. Bebchuk und Grinstein, 2005, S. 5). Das bedeutet in diesem Fall, dass eine Veränderung der Verkäufe um 1% eine Veränderung der Managereinkommen um 0,138% bewirkt. Der Vergleich mit dem von mir analysierten Datensatz, der sich über den Zeitraum 2000 – 2008 erstreckt und eine Elastizität der Einkommen in Bezug auf die Verkäufe von 0,32 aufweist, deutet darauf hin, dass die Firmengröße, gemessen an den Verkäufen, für diesen Zeitraum eine noch größere Rolle spielt.

Die Variable „Tobins Q“ ist erst ab einer bestimmten Stichprobengröße signifikant von Null verschieden, hat aber dann durchwegs einen positiven Einfluss, auch wenn nicht immer auf dem 1% oder 5%-Niveau. Dies deutet darauf hin, dass eine höhere Marktkapitalisierung im Vergleich zum Anlagevermögen zu höheren Einkommen führt.

Bebchuk und Fried (2004) haben schon angemerkt, dass das Einkommen der Manager und die Marktkapitalisierung positiv korreliert waren und sind (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 74). Auch Hallock (2011) schrieb, dass es allbekannt ist, dass die Firmengröße eine der Variablen ist, die am höchsten mit den Managereinkommen korreliert ist (vgl. Hallock, 2011, S. 1).

Gabaix und Landier schätzen in ihrer Arbeit von 2008 die Veränderungen der CEO-Einkommen in den USA zwischen 1971 und 2004 ein. Sie verglichen den durchschnittlichen Firmenmarktwert der größten 500 Firmen mit zwei ver-

schiedenen Indizes. Der erste ist der JMW Vergütungsindex nach Jensen, Murphy und Wruck (2004) und basiert auf allen CEOs der S&P 500 (vgl. Gabaix und Landier, 2008, S 73).

Der zweite Index ist der FS-Vergütungsindex basierend auf Daten von Frydman und Saks (2005). Dieser enthält weniger Unternehmen als der JMW-Index und ist nicht auf CEOs beschränkt (vgl. Gabaix und Landier, 2008, S 73).

Zur besseren Veranschaulichung wurden die Indizes auf den Wert 1 für das Jahr 1980 normalisiert (vgl. Gabaix und Landier, 2008, S 73).

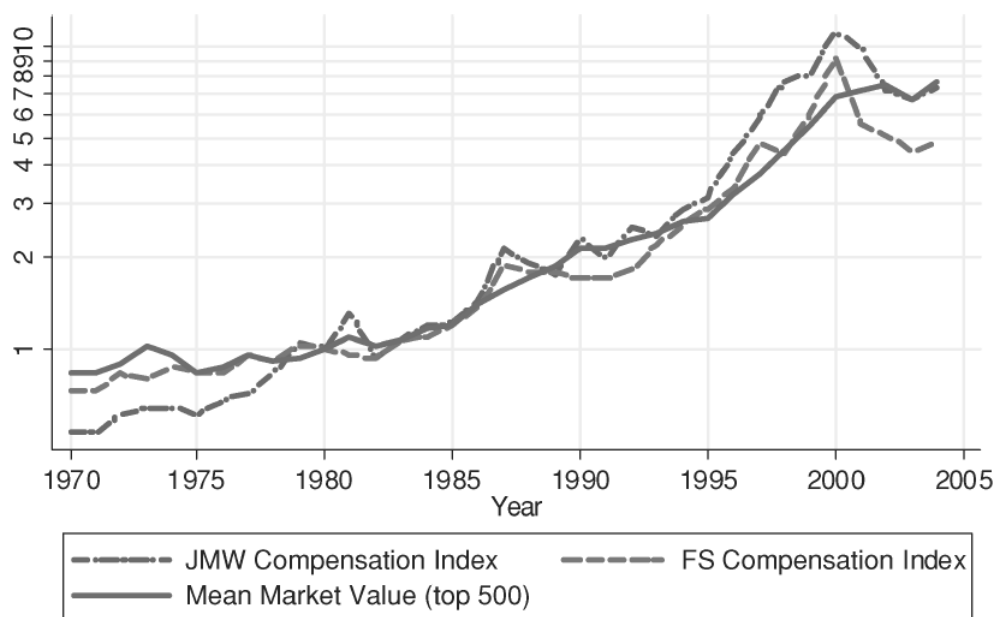


Abbildung 8: Vergütungsindizes und Marktkapitalisierung der 500 größten US-Firmen (vgl. Gabaix und Landier, 2008, S. 73)

Zwischen 1980 und 2003 stieg der durchschnittliche Firmenmarktwert der größten 500 Firmen auf das Sechsfache, was einem Anstieg von 500 % entspricht. Das Modell in ihrer Abhandlung sagt unter der Annahme konstanter Skalenerträge voraus, dass auch die CEO-Einkommen in dieser Periode um den Faktor 6 steigen sollten, was einem Anstieg um 500 % gleich kommt. Diese Voraussage ist sehr gut dargestellt durch die zwei verwendeten Vergütungsindizes (vgl. Gabaix und Landier, 2008, S. 72). Demnach kann der sechsfache Anstieg der CEO-Einkommen zwischen 1980 und 2003 voll und

ganz dem sechsfachen Ansteigen der Marktkapitalisierung großer Firmen während dieses Zeitraumes zugeschrieben werden (vgl. Gabaix und Landier, 2008, S. 49).

Die Variable „profit1“ ist in nur vier der zehn durchgeführten Regressionen signifikant, auch da in der Hälfte der Fälle nur mit 10% Irrtumswahrscheinlichkeit, und die Koeffizienten sind in drei von vier Fällen negativ.

Die Variable „age“ ist in fünf Regressionsgleichungen unter anderem auch auf dem 1%-Niveau statistisch signifikant, weist dort einen starken, positiven Einfluss auf, was darauf schließen lässt, dass ein höheres Alter mit einem höheren Einkommen verbunden ist.

Die Variable „feminin“ ist eine Dummy-Variable für das Geschlecht und gibt eine Schätzung des prozentualen Unterschieds zwischen Männern und Frauen bei sonst gleichen Ausprägungen der anderen unabhängigen Variablen an.

Sie ist nur in der Regression zum Jahr 2003 statistisch signifikant und hat einen negativen Koeffizienten. In diesem Jahr liegt der Anteil der Frauen bei 2,4%, also nahe dem Durchschnittswert im gesamten Beobachtungszeitraum von 2,59%. Dies deutet darauf hin, dass es in den meisten Fällen keinen Einkommensunterschied zwischen Männern und Frauen im betrachteten Datensatz zu geben scheint.

Von den Dummy-Variablen zu den Ausbildungsgraden ist die Variable „masters“ in keiner Regressionsgleichung signifikant, nur die anderen drei („bachelor“, „MBA“ und „PhD“) weisen in einigen Fällen statistische Signifikanz auf. Am häufigsten ist die Variable „MBA“ signifikant und hat bis auf eine Ausnahme positive Koeffizienten. Dies deutet an, dass in den meisten Fällen der Besitz eines akademischen Titels wie MBA (Master of Business Administration) mit einem höheren Einkommen verbunden ist. Die Variable „PhD“ ist nur in der Regression über den gesamten Zeitraum signifikant, da aber bei 1% Irrtumswahrscheinlichkeit und weist einen relativ hohen positiven Koeffizienten auf.

Die Variablen „profit/loss before taxes“ und „net income“ wurden wegen Multikollinearität aus den Regressionsgleichungen entfernt. Die Variable „profit2“ erwies sich durchwegs als insignifikant.

Die Anzahl der Beobachtungen für die einzelnen Jahre variiert relativ stark. Die meisten Beobachtungen liegen für die Jahre 2004, 2006 und 2007 vor. Hier sind auch die Bestimmtheitsmaße am höchsten und liegen zwischen 42.6% und 43.7%.

Es scheint sich auch hier zu zeigen, dass die Firmengröße eine wichtige Rolle bei der Erklärung der Managereinkommen spielt. Die Variable „sales“ ist in allen durchgeführten Regressionen auf dem 1%-Niveau statistisch signifikant und weist vor allem in den größeren Stichproben einen starken positiven Einfluss auf.

Die Variable „Tobins Q“ ist am zweithäufigsten statistisch signifikant, in den größeren Stichproben auch auf dem 1%-Niveau. Da sich auch in dieser Variable die Firmengröße widerspiegelt und sie durchwegs einen positiven Einfluss aufweist, wird auch hier deutlich, dass die Firmengröße wichtig ist bei der Erklärung der CEO-Einkommen.

## **5 Zusammenfassung**

Das Thema Managereinkommen hat in den letzten Jahrzehnten von vielen Seiten verstärkte Aufmerksamkeit erlangt. Es gelangte oftmals in Zeitungen und Fachzeitschriften und wurde in Fernsehsendungen debattiert (vgl. Murphy, 1999, S. 1). Verschiedene Faktoren trugen dazu bei. Unumstritten ist der starke Anstieg der CEO-Einkommen, vor allem seit Beginn der 1970er. Weiters wurden hohe CEO-Einkommen mit Entlassungen und Werksschließungen verbunden, (vgl. Murphy, 1999, S. 1) und es gab Unverständnis darüber, dass Manager im Falle einer Entlassung immense Abfindungen erhielten (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S. 21). Außerdem brachten steigende Aktienkurse während der 1990er-Jahre den CEOs, deren Einkommen mit der Entwicklung



an den Börsen verknüpft waren, unerwartete Einnahmen (vgl. Murphy, 1999, S. 1).

Nach Beginn der Finanzkrise 2008 wurden Vergütungsvereinbarungen bei Banken dafür verantwortlich gemacht, abwegige Anreize geschaffen zu haben, die Manager verleiteten, übermäßige Risiken einzugehen und die damit zur Finanzkrise geführt haben (vgl. Conyon, 2012, S. 390).

Zur Erklärung der steigenden CEO-Einkommen gibt es zwei Haupttheorien. Im „Arm’s-Length Bargaining“-Ansatz wird angenommen, dass die Tarifverträge das Ergebnis effizienter Verhandlungen sind, wobei der Ausdruck „Arm’s-Length“ darauf hindeutet, dass zwischen den verhandelnden Parteien, also zwischen Aufsichtsrat und Manager, ein gewisser Abstand besteht und unabhängig verhandelt wird (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S.2f).

Im Gegensatz dazu wird in der „Managerial Power“-Sichtweise angenommen, dass Manager Einfluss und Macht bei Tarifverhandlungen und beim Ausüben ihrer Tätigkeiten haben, und das darüber hinaus, was ihnen ihre Fähigkeiten und Qualifikationen einbringen (vgl. Bebchuk und Fried, 2004, S.2f, S. 62).

Es gibt empirische Belege, die beide Theorien unterstützen. Derzeit ist es aber noch zu früh, um zu schlussfolgern, welche Theorie korrekt ist. Hinweise, die für die eine Theorie sprechen können anders interpretiert die andere unterstützen (vgl. Conyon, 2012, S. 383).

Mehrere Forscher haben darauf hingedeutet, dass die Firmengröße mit den Managereinkommen in Verbindung steht (vgl. Hallock, 2011, S. 1). Um dies anhand eines Datensatzes zu überprüfen, wurden in dieser Arbeit Managereinkommen auf firmen- und managerspezifische Variablen regressiert. Es zeigte sich auch hier, dass Variablen, die die Firmengröße angeben, einen starken positiven Einfluss auf die Managereinkommen haben. Die Variable „sales“ ist in allen durchgeführten Regressionsgleichungen auf dem 1%-Niveau statistisch signifikant und weist durchwegs einen positiven Einfluss auf.

Die Variable Tobins Q, die aus dem Verhältnis der Variablen Marktkapitalisierung und Anlagevermögen besteht, weist ebenfalls einen positiven Einfluss auf und ist in nahezu allen Regressionsgleichungen statistisch signifikant.

Von den managerspezifischen Variablen hat das Alter der CEOs überraschenderweise einen sehr starken, positiven Einfluss. Sie ist nicht in allen Regressionsgleichungen statistisch signifikant, aber in der Regression über den gesamten Beobachtungszeitraum auf dem 1%-Level und weist dort einen relativ hohen Koeffizienten auf.

Die Ausbildungs-Dummys haben sich in den meisten Regressionen als statistisch insignifikant erwiesen, mit Ausnahme von MBA. Diese Variable war in fünf von zehn durchgeführten Regressionen signifikant und wies einen moderaten, meist positiven Einfluss auf.

Die Ergebnisse in Hinsicht auf die Variable „feminin“ deuten darauf hin, dass es in den meisten Fällen keinen Einkommensunterschied zwischen Männern und Frauen im betrachteten Datensatz zu geben scheint.

Kevin Hallock schrieb in seinem Artikel von 2011 „The Relationship Between Company Size and CEO Pay“: „bigger firms pay more“ (vgl. Hallock, 2011, S. 1). Diese Erkenntnis hat sich auch im untersuchten Datensatz als richtig erwiesen.

## 6 Verzeichnisse

### 6.1 Literaturverzeichnis

- **Bebchuk, Lucian und Fried, Jesse**, „Pay without Performance“, Harvard University Press, 2004;
- **Bebchuk, Lucian und Grinstein, Yaniv**, „The growth of Executive Pay“, Harvard Law School, John M. Olin Center for Law, Economics and Business, Discussion Paper Series, 2005;
- **Bebchuk, Lucian, Fried, Jesse und Walker, David I.**, „Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation“, The University of Chicago Law Review , Discussion Paper No. 366, Juni 2002,
- **Business Week**, 30.03.1992, “Calpers is Ready to roar, But will CEOs Listen?” <http://www.businessweek.com/archives/1992/b325846.arc.htm> (abgerufen am: 22.05.2012)
- **Clark, Kim B.**, “At the Center of Corporate Scandal Where Do We Go From Here?”, Harvard Business School, 17.03.2003, <http://hbswk.hbs.edu/item/3381.html> (abgerufen am 16.02.2012)
- **Conyon, Martin J.**, “Executive Compensation: Governance and the Financial Crisis”, Handbook of Capitalism, Chapter 13, Oxford University Press, 2012,
- **Conyon, Martin J.**, “Compensation Consultants and Executive Pay: Evidence from the United States and the United Kingdom”, ESSES Business School & the Warton School, Mai 2008;

- **Core, John E., Holthausen, Robert W. und Larcker, David F.,** “Corporate Governance, chief executive officer compensation, and firm performance”, Journal of Financial Economics 51 (1999), Seiten 371-406;
- **Core, John E., Guay, Wayne R., Larcker, David F.** „Executive Equity Compensation and Incentives“, Economic Policy Review, 2003, Seiten 27-50
- **Dyck, Alexander und Zingales, Luigi,** „The Corporate Governance Role of the Media“, NBER WORKING PAPER SERIES, Working Paper 9309, 2002, <http://www.nber.org/papers/w9309>,
- **Frydman, Carola und Saks, Raven E.,** “Executive Compensation: A New View from a Long Term Perspective, 1936-2005, Oxford University Press 2010;
- **Gabaix, Xavier und Landier, Augustin,** “Why has CEO pay increased so much?”, The Quarterly Journal of Economics, Februar 2008
- **Hall, Brian J. und Murphy, Kevin J.,** „The Trouble with Stock Options“, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, Nummer 3, Sommer 2003, Seiten 49-70;
- **Hallock, Kevin F.,** „The Relationship between Company Size and CEO Pay“, research for the real world, worldspan, The magazine of Worldatwork, 2/11;
- **Himmelberg, Charles P. und Hubbard, Glenn R.,** “Incentive Pay and the Market for CEOs”, Preliminary Draft, 2000
- **Jensen, Michael** “Agency costs of free cash-flow, corporate finance and takeovers”, 1986, American Economic Review, Mai 1986, Vol. 76, Nr. 2,

- **Kohler, Ulrich und Kreuter, Frauke**, "Datenanalyse mit Stata", Oldenbourg Wissenschaftsverlag, 2008;
- **Murphy, Kevin J.**, „Executive Compensation“, 1999; Handbook of Labor Economics, Vol. 3b, Orley Ashenfelter and David Card, eds. (New York/Oxford: Elsevier Science/North Holland, 1999)
- **Murphy, Kevin J.** "Corporate Performance and Managerial Remuneration", 1985, Journal of Accounting and Economics Volume 7, Issues 1–3, April 1985, Pages 11–42
- **Murphy, Kevin J.**, „Explaining Executive Compensation“, The University of Chicago Law Review; Sommer 2002; 69, 3; Coursepack, Seiten 847-869,
- **Quinn, Linda C.**, "Executive Compensation Under the New SEC Disclosure Requirements" in Seventh Annual Corporate Law Symposium: Executive Compensation, University of Cincinnati Law Review 63 (1995), Seiten 770-771]
- **Rajan, Raghuram G. und Wulf, Julie**, "Are perks purely managerial excess?", NBER working paper series, Working paper 10494, Mai 2004, <http://www.nber.org/papers/w10494> (abgerufen am 24.05.2012);
- **Revell, Janice**, Fortune Magazine, 31. März 2003, [http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/2003/03/31/340098/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/2003/03/31/340098/index.htm), (eingesehen am: 02.04.2012)
- **Spatt, Chester S.**, "Executive Compensation and Contracting" (2006), Tepper School of Business. Paper 479; <http://repository.cmu.edu/tepper/479>

- **TaxAlmanac**, Internal Revenue Code:Sec. 162. Trade or business expenses, [http://www.taxalmanac.org/index.php/Internal\\_Revenue\\_Code:Sec.\\_162.\\_Trade\\_or\\_business\\_expenses](http://www.taxalmanac.org/index.php/Internal_Revenue_Code:Sec._162._Trade_or_business_expenses) (abgerufen am: 12.02.2012)
- **Thomas, Randall S. und Martin, Kenneth J.**, „The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation”, University of Cincinnati Law Review, Volume 67, No 4, Sommer 1999 Seiten 1020-1081
- **Tobin, James**, “A General Equilibrium Approach To Monetary Theory”, Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 1, No. 1 (Feb., 1969), Seiten 15-29, Ohio State University Press;
- **Tully, Shawn**, Fortune Magazine, 08.06.1998, “Raising The Bar Stock options have become even the subpar CEO's way to wealth. Now some hot companies are dramatically toughening option plans--and Wall Street loves it.”,  
[http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune\\_archive/1998/06/08/243506/index.htm](http://money.cnn.com/magazines/fortune/fortune_archive/1998/06/08/243506/index.htm) (Abgerufen am 12.06.2012)
- **Wernerfelt, Birger und Montgomery, Cynthia A.**, “Tobin’s Q and the Importance of Focus in Firm Performance”, The American Economic Review, Vol. 78, No. 1. (März 1988), Seiten 246-250;

## 6.2 Abbildungsverzeichnis

Abb. 1: Medianeinkommen; akadem. Publikationen .....	8
Abb. 2: Mediane und mittlere Einkommen .....	11
Abb. 3: rel. Anstieg aktienbas. Eink. ....	15
Abb. 4: rel. Anstieg Bareinkommen .....	15
Abb. 5: Wert Aktienoptionen .....	16
Abb. 6: Komponenten Anreizprogramm .....	17
Abb. 7: CEO-Einkommen Datensatz .....	54
Abb. 8: Indizes und Marktkapitalisierung .....	62

## 6.3 Tabellenverzeichnis

Tab. 1: mittlere Einkommen CEOs und Top 5 .....	12
Tab. 2: aktienbasierte Einkommen CEOs .....	13
Tab. 3: aktienbasierte Eink. Top 5 .....	14
Tab. 4: Optionsneubewertung .....	41
Tab. 5: Zusammenfassende Statistiken .....	52
Tab. 6: Regressionsergebnisse .....	59

## 6.4 Abstract in English

The issue of CEO-compensation has gained a lot of attention within the last decades. Several factors have contributed to that widespread interest. There was a high increase in compensation, there existed the perception that high CEO incomes are coupled to layoffs and plant closings and there was a stock market boom in the 1990s that created windfalls for CEOs whose income was tied to company stock performance (cf. Murphy, 1999, p. 1).

Interest in CEO-pay increased from 2008 in the wake of the financial crisis, as there was a suspicion that compensation systems in place at banks created incentives for excessive risk taking that led to the financial crisis (cf. Conyon, 2012, p. 390).

There are two main theories explaining executive pay. The “arm’s-length-bargaining”-theory assumes that executive pay outcomes are the result of market forces and contracting costs. The second theory is the “managerial power”-model. Here the main assumption is that CEOs exercise power and influence over boards and owners. They use their power for self-enrichment at the expense of owners (cf. Conyon, 2012, p. 383).

Several researchers have pointed out, that there is a relation between firm size and CEO-compensation (cf. Hallock, 2011, p. 1). To verify that relation by means of a dataset, CEO-pay was regressed on firm and manager specific variables. The conclusion is that variables that measure firm size have a strong positive impact on managerial compensation.

Among the manager specific variables, CEO age has a strong positive effect on income. The results concerning the dummy variable feminine indicate that there is no income difference between male and female CEOs.

Kevin Hallock wrote 2011: “bigger firms pay more” (cf. Hallock, 2011, p. 1). This insight has proven to be correct also in the considered dataset.



## **6.5 Lebenslauf**

### **Persönliche Angaben**

Name: Sergiu Cupas  
Adresse: Am Donaublick 15, 3506 Hollenburg  
Telefon: 0660/5736981  
Geburtsdatum: 05.10.1980  
Geburtsort: Cluj-Napoca, Rumänien  
Familienstand: ledig  
Staatsbürgerschaft: Österreich

### **Ausbildung**

2001-dzt. : Studium der Volkswirtschaftslehre, Hauptuniversität Wien  
2000-2001: Präsenzdienst Mautern, NÖ  
1995-2000: Handelsakademie Krems/Donau, NÖ  
1991-1995: Hauptschule Herzogenburg, NÖ

### **Berufserfahrung**

Ab Frühjahr 2010: Firma Event Assistance, Bühnenbau  
Ab Sommer 2005: Firma SIKUR, Security-Dienste, Bühnenbau  
Ab Frühjahr 2005: Firma Diners Club, diverse Urlaubsvertretungen Poststelle  
Ab Sommer 2008: Firma redmail, Datenerfassung mittels MS Access

### **Besondere Kenntnisse**

Englisch, Spanisch, Rumänisch, Führerschein B